

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

**FACULTAD DE CC. ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**  
Departamento de Economía Aplicada I



**ENTRADAS DE CAPITAL, GESTIÓN  
MACROECONÓMICA Y CRISIS FINANCIERAS EN  
ECONOMÍAS EMERGENTES: TAILANDIA, MALASIA E  
INDONESIA (1987-1997)**

**MEMORIA PRESENTADA PARA OPTAR AL GRADO DE  
DOCTOR POR Clara García Fernández-Muro**

Bajo la dirección del Doctor:  
Pablo Bustelo Gómez

**Madrid, 2002**

**ISBN: 84-669-2257-1**

**ENTRADAS DE CAPITAL,  
GESTIÓN MACROECONÓMICA Y CRISIS FINANCIERAS  
EN ECONOMÍAS EMERGENTES:  
TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA  
(1987-1997)**

Clara García Fernández-Muro

Tesis doctoral  
Departamento de Economía Aplicada I  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad Complutense de Madrid  
2002

**ENTRADAS DE CAPITAL, GESTIÓN MACROECONÓMICA  
Y CRISIS FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES:  
TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA  
(1987-1997)**

Clara García Fernández-Muro

Trabajo para optar al grado de Doctora en Ciencias Económicas,  
dirigido por el Prof. Dr. D. Pablo Bustelo Gómez.

Departamento de Economía Aplicada I  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad Complutense de Madrid

2002

Doc bought a package of yellow pads and two dozen pencils. He laid them out on his desk, the pencils sharpened to needle points and lined up like yellow soldiers. At the top of a page he printed: OBSERVATIONS AND SPECULATIONS. His pencil point broke. He took up another and drew lace around the O and the B, made a block letter of the S and put fish hooks on each end. His ankle itched. He rolled down his sock and scratched, and that made his ear itch. "Someone's talking about me," he said and looked at the yellow pad. He wondered whether he had fed the cotton rats. It is easy to forget when you're thinking.

John Steinbeck, *Sweet Thursday*



# ÍNDICE

INTRODUCCIÓN .....	1
SECCIÓN I. UNA VISIÓN TEÓRICA DE LOS VÍNCULOS ENTRE ENTRADAS DE CAPITAL, GESTIÓN MACROECONÓMICA Y CRISIS FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES .....	18
CAPÍTULO 1. ENTRADAS DE CAPITAL Y GESTIÓN MACROECONÓMICA: LAS INTERRELACIONES .....	19
A. La gestión macroeconómica como factor determinante de las entradas de capital .....	21
a) Factores explicativos de la entrada de capital en economías emergentes .....	23
a.1) Factores <i>push</i> .....	23
a.2) Factores <i>pull</i> : la gestión macroeconómica como determinante de las entradas de capital .....	25
– Estabilización fiscal y monetaria .....	26
– Compromisos cambiarios .....	28
– Liberalización comercial .....	29
– Reforma financiera (desregulación, apertura y medidas institucionales) .....	30
b) Contrastación en la literatura empírica .....	32
c) Síntesis y conclusiones .....	37
B. La gestión macroeconómica como necesidad impuesta por las entradas de capital: ventajas y desventajas de las distintas medidas .....	40
a) Los posibles efectos desestabilizadores de las entradas de capital .....	41
a.1) El recalentamiento .....	42
a.2) La fragilidad financiera .....	43
b) Las respuestas de política económica .....	47
b.1) Políticas para reducir la entrada neta de capital extranjero .....	50
– Controles a la entrada de capital .....	50
– Reducción de las restricciones a la salida de capital .....	52
– Contrastación en la literatura empírica .....	54
b.2) Políticas para restringir el crecimiento de las reservas .....	55
– Liberalización comercial .....	55
– Apreciación nominal y/o flexibilización del tipo de cambio .....	57
– Contrastación en la literatura empírica .....	59

b.3) Políticas para evitar el incremento de la base monetaria .....	59
– Esterilización (operaciones de mercado abierto) .....	60
– Limitación del recurso al redescuento del banco central.....	65
– <i>Swaps</i> de tipo de cambio .....	66
– Contrastación en la literatura empírica .....	67
b.4) Políticas para evitar el crecimiento de los agregados monetarios .....	68
– Incremento de los requerimientos de reservas no remuneradas .....	69
– Traspaso de depósitos gubernamentales .....	71
– Contrastación en la literatura empírica .....	71
b.5) Políticas para evitar el crecimiento de la demanda interna .....	72
– Contracción fiscal.....	72
– Contrastación en la literatura empírica .....	74
b.6) Políticas para evitar la fragilidad del sistema financiero interno .....	75
– Regulación y supervisión .....	77
– Otras medidas.....	79
– Contrastación en la literatura empírica .....	81
c) Una última reflexión: secuencia y combinación de las políticas de respuesta a las entradas de capital.....	82
C. Síntesis y conclusiones generales: las políticas ineficaces y/o contraproducentes.....	84

## CAPÍTULO 2. TEORÍAS SOBRE CRISIS FINANCIERAS: CRISIS PROPICIADAS

POR LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y LA GESTIÓN MACROECONÓMICA .....	91
A. Algunos modelos teóricos de crisis financieras .....	92
a) Modelos de primera generación o las crisis inevitables.....	92
a.1) El modelo original o básico .....	94
– El primer modelo: Krugman (1979).....	94
– El modelo de Flood y Garber (1984b).....	98
a.2) Otros modelos de primera generación .....	99
– Extensiones del modelo básico .....	100
– El modelo de Dooley (1997) .....	102
a.3) Contrastación en la literatura empírica.....	105
b) Modelos de segunda generación o las crisis contingentes .....	110
b.1) Contribuciones generales de los modelos de segunda generación.....	111
b.2) Algunos modelos de segunda generación.....	114
– Modelos con deuda pública.....	114
– Modelos con caída del crecimiento económico.....	116

– Modelos con fragilidad financiera .....	118
– Otros modelos de segunda generación .....	125
b.3) Contrastación en la literatura empírica .....	126
B. Teorías complementarias .....	131
a) Modelos de contagio .....	132
a.1) Diferentes tipos de contagio.....	133
– El “esparcimiento” .....	133
– El contagio puro .....	136
a.2) Contrastación en la literatura empírica.....	138
b) Teorías sobre el comportamiento de los agentes financieros internacionales .....	140
b.1) El pánico financiero .....	141
b.2) <i>Herding</i> y cascadas de información .....	145
b.3) Conclusión y contrastación en la literatura empírica.....	148
c) Modelos teóricos sobre crisis gemelas (crisis cambiarias y crisis bancarias).....	150
C. Recalentamiento y fragilidad financiera en los modelos de crisis financieras .....	153
a) Evaluación teórica de los modelos de crisis financieras.....	153
a.1) Evaluación teórica de los modelos de primera generación .....	154
a.2) Evaluación teórica de los modelos de segunda generación.....	156
b) Teoría combinada para vincular el recalentamiento y la fragilidad financiera con las crisis.....	161

## SECCIÓN II. ENTRADAS DE CAPITAL, GESTIÓN MACROECONÓMICA

Y CRISIS FINANCIERAS EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA (1987-1997).....	167
---	-----

### CAPÍTULO 3. ENTRADAS DE CAPITAL Y GESTIÓN MACROECONÓMICA EN TAILANDIA,

MALASIA E INDONESIA.....	168
--------------------------	-----

A. El capital extranjero en Tailandia, Malasia e Indonesia .....	170
a) Descripción de las entradas de capital extranjero .....	170
a.1) Crecimiento de las entradas de capital.....	171
a.2) Estructura de las entradas de capital .....	178
– La inversión extranjera directa (IED) .....	178
– La inversión en cartera (IC) .....	181
– Otras inversiones (OI).....	184
– Participación de cada tipo de inversión en el total .....	191
a.3) La volatilidad y el origen del capital extranjero.....	195
b) Síntesis y conclusiones .....	198

B. Causas de las entradas de capital con especial énfasis en la gestión macroeconómica.....	200
a) Una primera aproximación.....	200
a.1) Factores <i>push</i> .....	201
a.2) Factores <i>pull</i> .....	203
a.3) Conclusiones .....	205
b) Las políticas económicas en Tailandia, Malasia e Indonesia y su papel como factores determinantes del capital entrante .....	206
b.1) Estabilización fiscal y monetaria .....	207
b.2) La política cambiaria: tipos de cambio fijos o semi-fijos .....	211
b.3) La liberalización comercial.....	216
b.4) La reforma financiera .....	222
– Desregulación de los tipos de interés y del crédito.....	223
– Estímulo de la competencia .....	226
– Fomento del desarrollo de los mercados de capital.....	230
– Relajación de los controles de cambios y apertura de la cuenta de capital .....	233
– Contracción del mercado financiero informal.....	237
– Mejora de la regulación y supervisión de las instituciones financieras.....	237
– Las medidas de reforma financiera como determinantes de las entradas de capital .....	240
b.5) Síntesis y conclusiones .....	242
C. Las políticas económicas como consecuencias (y causas) de las entradas de capital.....	244
a) Las distintas medidas de control del recalentamiento y la fragilidad financiera .....	245
a.1) Controles a la entrada de capital y eliminación de restricciones a la salida de capital .....	245
a.2) Liberalización comercial y apreciación o flexibilización de la moneda.....	248
a.3) Esterilización y limitación del recurso al redescuento del banco central.....	249
a.4) Incremento de los requerimientos de reservas y otras formas de restricción del crédito .....	254
a.5) Política fiscal restrictiva .....	255
a.6) Intensificación de la regulación y supervisión del sistema financiero interno .....	257
b) Síntesis y conclusiones .....	259

D. Conclusiones: recalentamiento y fragilidad financiera en Tailandia, Malasia e Indonesia .....	262
a) El recalentamiento de las economías de Tailandia, Malasia e Indonesia .....	263
a.1) Elementos intermedios de la cadena de acontecimientos que conducen al recalentamiento.....	263
a.2) Últimos eslabones: la inflación y/o el déficit por cuenta corriente.....	271
b) La fragilidad financiera en Tailandia, Malasia e Indonesia .....	276
b.1) El riesgo de crédito.....	277
b.2) El riesgo de cambio .....	283
b.3) El riesgo de liquidez .....	285
c) Conclusiones .....	286
CAPÍTULO 4. LAS CRISIS FINANCIERAS DE TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA:	
EL PAPEL DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y LA GESTIÓN MACROECONÓMICA .....	290
A. Breve descripción de los acontecimientos.....	292
a) Cronología de las crisis.....	292
a.1) Tailandia.....	294
a.2) Malasia.....	296
a.3) Indonesia.....	298
b) Manifestación de las crisis y efectos inmediatos .....	300
B. Distintas interpretaciones de las crisis asiáticas: el debate sobre los parámetros fundamentales.....	303
a) Las distintas interpretaciones de las crisis asiáticas.....	304
a.1) El deterioro de los parámetros fundamentales .....	305
a.2) El pánico financiero.....	312
a.3) Deterioro de los parámetros fundamentales y pánico financiero .....	313
b) Algunas conclusiones .....	317
C. El papel del recalentamiento y la fragilidad financiera en las crisis de Tailandia, Malasia e Indonesia .....	321
a) Deterioro de ciertos parámetros fundamentales: el recalentamiento y la fragilidad financiera.....	322
a.1) Descripción del estado de la competitividad y el sistema financiero interno .....	322
a.2) Causas del surgimiento del recalentamiento y la fragilidad financiera .....	326

b) Del deterioro de los parámetros fundamentales a las crisis financieras .....	331
b.1) Rechazo de los modelos de primera generación o de las crisis inevitables .....	332
b.2) La utilidad parcial de los modelos de segunda generación .....	335
b.3) El contagio y otras explicaciones complementarias .....	343
c) Síntesis y conclusiones .....	353
SECCIÓN III. IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA.....	355
CAPÍTULO 5. TRES POLÍTICAS ECONÓMICAS ESPECIALMENTE RELEVANTES PARA LA	
PREVENCIÓN DE CRISIS FINANCIERAS .....	356
A. Regímenes cambiarios.....	360
a) Consideraciones generales sobre la elección de régimen cambiario.....	360
b) Distintos regímenes cambiarios: algunas ventajas y desventajas .....	362
b.1) Definiciones y experiencias .....	362
– Los regímenes cambiarios intermedios.....	362
– Las anclas duras: juntas monetarias y dolarización .....	363
– El tipo de cambio flotante .....	366
b.2) Ventajas y desventajas de los distintos regímenes cambiarios	
con especial énfasis en sus efectos sobre la vulnerabilidad a	
sufrir una crisis financiera.....	366
– La independencia de la política monetaria .....	367
– La inflación .....	372
– El tipo de cambio real y la competitividad .....	374
– Las entradas de capital extranjero y su estructura.....	378
– Las crisis cambiarias y bancarias.....	381
c) Conclusiones .....	387
B. Mantenimiento o imposición de controles de capital.....	392
a) Definición y experiencias .....	392
b) Ventajas y desventajas de los controles de capital.....	395
b.1) Ventajas.....	395
– La flexibilidad.....	396
– Los controles como segundo óptimo .....	396
– Independencia monetaria y estabilidad cambiaria.....	398
– El control del recalentamiento y la fragilidad financiera.....	398

b.2) Desventajas.....	402
– Reducción de la disciplina de la política económica .....	402
– Desequilibrios de la balanza de pagos .....	403
– Ineficiencia en la asignación de recursos .....	403
– Ineficacia.....	404
c) Algunas propuestas de controles de capital .....	409
c.1) La tasa Tobin.....	410
c.2) El caso chileno.....	412
c.3) Otras propuestas .....	414
d) Conclusiones .....	415
C. Regulación y supervisión del sistema financiero interno .....	418
a) Intento de definición y algunas experiencias .....	419
b) Las propuestas de regulación y supervisión .....	420
b.1) La regulación y la supervisión externas .....	421
– Algunas normas y sus posibles inconvenientes.....	421
– Dificultades generales de la implantación de un sistema de regulación y supervisión .....	426
b.2) Complementos de la regulación y la supervisión externas.....	430
– Estándares contables y exigencia de transparencia .....	430
– Fomento del buen funcionamiento de las agencias públicas de regulación y supervisión.....	432
– Creación de incentivos adecuados y participación del mercado en la regulación y la supervisión .....	435
– Mejora de la gestión de las empresas no financieras .....	437
b.3) Contrastación en la literatura empírica .....	438
c) Conclusiones .....	439
D. Conclusiones generales sobre estas tres políticas en relación con las crisis financieras .....	442
CONCLUSIONES GENERALES .....	447
BIBLIOGRAFÍA .....	468

## LEYENDA E ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

$\Delta$ :	incremento
$\nabla$ :	disminución
e:	tipo de cambio
i:	tipo de interés
BM:	base monetaria
M2:	agregado monetario M2
DI:	demanda interna
$\Pi$ :	inflación
IED:	inversión extranjera directa
IC:	inversión en cartera
OI:	otras inversiones
%:	porcentaje
--:	indica que un valor es igual a cero o menos de la mitad de una cifra significativa, o que no existen datos para esa partida
—:	indica que no se dispone de estadísticas que puedan calcularse a partir de las observaciones pertinentes
Asia-3:	Tailandia, Malasia e Indonesia

## CUADROS

Cuadro 2.1: Comparación de los modelos de primera y segunda generación.....	130
Cuadro 3.1: Entradas netas de capital extranjero en Tailandia, 1980-1998 (millones de dólares).....	172
Cuadro 3.2: Entradas netas de capital extranjero en Malasia, 1980-1997 (millones de dólares).....	174
Cuadro 3.3: Entradas netas de capital extranjero en Indonesia, 1981-1998 (millones de dólares).....	176
Cuadro 3.4: Capitales volátiles en Asia-3: IC y flujos a corto plazo, 1990-1996 (% del PIB) y préstamos a corto plazo, 1994-1996 (% del total) .....	198
Cuadro 3.5: Superávit (+) y déficit (-) públicos en Asia-3, 1980-1997 (millones de moneda local y % del PIB).....	209



Cuadro 3.6: Tipos de interés de descuento y del mercado monetario en Asia-3, 1982-1997 .....	211
Cuadro 3.7: Tipos de cambio oficiales en Asia-3, hasta 1997 .....	214
Cuadro 3.8: Tipos de cambio nominales (unidades de moneda nacional por dólar) en Asia-3, 1987-1998 .....	215
Cuadro 3.9: Importaciones en Asia-3, 1980-1997 (% del PIB) .....	221
Cuadro 3.10: Desregulación del crédito en Asia-3 .....	225
Cuadro 3.11: Estímulo de la competencia en Asia-3 .....	229
Cuadro 3.12: Desarrollo de los mercados bursátiles en Asia-3, 1985-1989 .....	231
Cuadro 3.13: Fomento del desarrollo de los mercados de capitales en Asia-3 .....	233
Cuadro 3.14: Medidas utilizadas en Asia-3 para evitar los efectos de la entrada de capitales, 1988-1996 .....	261
Cuadro 3.15: Saldo por cuenta corriente en Asia-3, 1987-1997 (% del PIB).....	275
Cuadro 3.16: Crédito de los bancos de depósito al sector privado en Asia-3, 1987-1997 (% del PIB y tasa de crecimiento en %) .....	279
Cuadro 3.17: Inversión interna bruta y ahorro interno bruto en Asia-3, 1988-1996 (% del PIB) .....	280
Cuadro 3.18: Índice bursátil e índice bursátil del sector inmobiliario en Asia-3, 1990-1997 .....	281
Cuadro 3.19: Tasas de desocupación de oficinas en Asia-3, 1997-1999.....	282
Cuadro 3.20: Ratio incremental capital-producto (ICOR) en Asia-3, 1987-1996.....	282
Cuadro 3.21: Condiciones macroeconómicas relacionadas con la no cobertura del riesgo de cambio de los préstamos en moneda extranjera en Asia-3, enero de 1991-junio de 1997 .....	285
Cuadro 3.22: Deuda externa a corto plazo en Asia-3, 1994-1998 (% de las reservas internacionales).....	286
Cuadro 4.1: Devaluaciones de las monedas nacionales de Asia-3, 30 de junio de 1997-8 de mayo de 1998.....	299
Cuadro 4.2: Índices bursátiles en Asia-3, 30 de junio de 1997-8 de mayo de 1998 .....	301
Cuadro 4.3: Evolución del PIB en Asia-3, 1988-1998 (crecimiento anual en %).....	302
Cuadro 4.4: Tasas de desempleo en Asia-3, 1991-1999.....	302
Cuadro 4.5: Tasas de inflación en Asia-3 y EE.UU. y diferenciales de inflación con respecto a EE.UU., 1988-1998.....	327
Cuadro 4.6: Exportaciones (fob) en Asia-3, 1988-1998 (crecimiento anual en %).....	340

## GRÁFICOS

Gráfico 1.1: Las distintas medidas de una reforma financiera .....	30
Gráfico 1.2: Recalentamiento como consecuencia de las entradas de capital.....	43
Gráfico 1.3: Fragilidad financiera como consecuencia de las entradas de capital.....	47
Gráfico 1.4: Políticas para romper los eslabones de la cadena que conduce al recalentamiento .....	49
Gráfico 2.1: Sencillo esquema de las relaciones teóricas entre las entradas de capital, la gestión macroeconómica y las crisis financieras .....	166
Gráfico 3.1: Entradas netas de capital extranjero en Tailandia, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB) .....	173
Gráfico 3.2: Entradas netas de capital extranjero en Malasia, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB) .....	175
Gráfico 3.3: Entradas netas de capital extranjero en Indonesia, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB) .....	177
Gráfico 3.4: Entradas netas de IED en Asia-3, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB) .....	180
Gráfico 3.5: Entradas netas de IC en Asia-3, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB) .....	183
Gráfico 3.6: Receptores de las OI en Tailandia, 1987-1997 (millones de dólares).....	186
Gráfico 3.7: Receptores de las OI en Malasia, 1987-1997 (millones de dólares).....	187
Gráfico 3.8: Receptores de las OI en Indonesia, 1987-1997 (millones de dólares).....	189
Gráfico 3.9: Entradas netas de OI en Asia-3, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB) .....	189
Gráfico 3.10: Participación en el total de los distintos tipos de capital en Tailandia, 1987-1997 (millones de dólares).....	192
Gráfico 3.11: Participación en el total de los distintos tipos de capital en Malasia, 1987-1997 (millones de dólares).....	193
Gráfico 3.12: Participación en el total de los distintos tipos de capital en Indonesia, 1987-1997 (millones de dólares).....	194
Gráfico 3.13: Tipos de interés de descuento en Asia-3 y EE.UU., 1985-1997 .....	204
Gráfico 3.14: Tipos de interés del mercado monetario en Asia-3 y EE.UU., 1985-1997 .....	205
Gráfico 3.15: Reservas internacionales en Asia-3, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB) .....	265

Gráfico 3.16: BM en Asia-3, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB) .....	267
Gráfico 3.17: M2 en Asia-3, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB).....	269
Gráfico 3.18: DI en Asia-3, 1987-1997 (millones de dólares y % del PIB).....	270
Gráfico 3.19: Tasas de inflación en Asia-3 y EE.UU., 1988-1997 .....	272
Gráfico 3.20: Entradas de capital y gestión macroeconómica en Asia-3:	
el camino hacia el recalentamiento .....	288
Gráfico 3.21: Entradas de capital y gestión macroeconómica en Asia-3:	
el camino hacia la fragilidad financiera.....	289
Gráfico 4.1: Causas endógenas y exógenas del recalentamiento en Asia-3 .....	330

## ACRÓNIMOS MÁS UTILIZADOS

Asia-3: Tailandia, Malasia e Indonesia

Asia-5: Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea del Sur y Filipinas

BAsD: Banco Asiático de Desarrollo

BIBF: *Bangkok International Banking Facility*

BPI: Banco de Pagos Internacionales

FMI: Fondo Monetario Internacional

IC: inversión en cartera

IED: inversión extranjera directa

IFNB: instituciones financieras no bancarias

IOE: industrialización orientada a la exportación

IOFC: *Labuan International Offshore Financial Centre*

ISI: industrialización por sustitución de importaciones

NEI: nuevas economías industriales

OI: otras inversiones (partida de la balanza de pagos)

PDAP: países en desarrollo de Asia-Pacífico

PUR: prestamista de último recurso

SME: Sistema Monetario Europeo

## **INTRODUCCIÓN**

La ocurrencia de crisis financieras en economías emergentes es uno de los más importantes fenómenos económicos de los años ochenta y noventa. Las crisis son importantes desde un punto de vista empírico, en el sentido de que son acontecimientos históricos de primera magnitud, debido tanto a las graves consecuencias en términos de crecimiento que pueden acarrear como a su frecuencia y alcance geográfico. Efectivamente, las crisis financieras han supuesto la interrupción de procesos de crecimiento y desarrollo, o un gran obstáculo para siquiera acometer esos procesos. Un estudio del FMI (1998a) así lo confirma al indicar que cada una de las 116 crisis cambiarias sufridas por economías emergentes entre 1975 y 1997 implicó una pérdida acumulada media de casi el 5% del PIB (comparando el crecimiento del PIB en el período de crisis con su crecimiento tendencial); y que cada una de las 42 crisis bancarias acontecidas en mercados emergentes en esos mismos años acarreó una pérdida acumulada media del 12% del PIB. Además, estos fenómenos tan distorsionadores ocurren con relativa frecuencia y, cuando ocurren, pueden llegar a afectar no sólo a las economías emergentes donde se originan sino también a economías emergentes del otro lado del planeta, e incluso –aunque de forma diferente– a países desarrollados (ya se verá cómo las crisis asiáticas se fueron expandiendo más allá de las fronteras de Asia oriental hasta llegar a afectar a países americanos).

Asimismo, las crisis financieras son importantes desde un punto de vista teórico y académico, en el sentido de que suscitan debates, que pueden ser de no mucho calado (sobre tecnicismos o matices al respecto de múltiples cuestiones), pero que también pueden tener enorme trascendencia: debates sobre soberanía política, sobre modelos de crecimiento y desarrollo, sobre liberalización financiera, sobre globalización financiera, sobre el funcionamiento de los organismos internacionales, sobre las bondades del libre mercado, sobre el mismo paradigma económico dominante... La importancia de que se produzcan estos debates radica, por una parte, en la posibilidad de que traspasen el ámbito académico y se transformen en acciones de cualquier índole (acciones que podrían ir desde las protestas anti-globalización hasta la implantación de una nueva arquitectura financiera internacional). Por otra, la importancia de los debates suscitados por las crisis financieras (en este caso tanto de los más “técnicos” como de los más “ideológicos”) se encuentra en su coste de

oportunidad: las crisis financieras acaparan la atención de muchos economistas (y no economistas), lo que resta dedicación al estudio de otras cuestiones o fenómenos económicos. Y resulta, sin duda, relevante que muchos especialistas se dediquen a estudiar cómo lograr la estabilidad financiera, en lugar de dedicarse al análisis de cómo alcanzar altos niveles de crecimiento y, sobre todo, de desarrollo (se defina éste como se defina).

Es muy frecuente, en cualquier caso, que los debates académicos que las crisis inspiran giren en torno a cuestiones internacionales. En otras palabras, es habitual que las soluciones que se proponen, esto es, las medidas para prevenir que ocurran crisis financieras, tengan un carácter supranacional. Así, tras las crisis de México (1994) y de Asia oriental (1997-98) se reavivaron las discusiones en torno a la coordinación internacional, o al menos regional, de los regímenes cambiarios; a la implantación de controles de capital a escala internacional (del tipo de la tasa Tobin, por ejemplo); al desarrollo de estándares internacionales de regulación y supervisión de la actividad financiera; o, por supuesto, al diseño e implantación de una nueva arquitectura financiera internacional, que, además de incluir algunas de las medidas recién mencionadas, supondría reformas de mayor calado en el funcionamiento del sistema financiero internacional (reformas de naturaleza institucional).

Todas estas políticas supranacionales para prevenir crisis financieras son, sin duda, muy necesarias, dado el carácter internacional de los mercados financieros donde se materializan las crisis. Pero también parecen ser no demasiado factibles en el corto plazo. De hecho, son soluciones que requieren la coordinación de numerosos gobiernos nacionales, organismos internacionales, bancos centrales... Es más, son soluciones que pueden llegar a exigir un cambio considerable del paradigma económico dominante: por ejemplo, pueden requerir la revisión del supuesto de que los mercados financieros son eficientes, o la revisión de las funciones de organismos internacionales del peso del FMI (Fondo Monetario Internacional). De la observación de la dificultad de implantar en un corto plazo medidas internacionales o supranacionales para evitar crisis financieras surge la perspectiva nacional de este trabajo. ¿Cuál es el papel de la gestión macroeconómica en el estallido de crisis financieras? ¿Hay alguna forma de diseñar esa

gestión macroeconómica para ayudar a evitar, al menos parcial o temporalmente, la ocurrencia de crisis financieras?

La primera pregunta (¿cuál es el papel de la gestión en el estallido de crisis?) puede dar a entender que la política económica desempeña un papel en el estallido de las crisis, más que en su prevención. Y es que, efectivamente, muchos de los análisis que no adoptan una perspectiva internacional en el estudio de las causas y prevención de las crisis financieras, sugieren que la gestión económica es una de las causas principales de las crisis; y, por tanto, que las soluciones habrán de venir de la mano de cambios en esa gestión. En otras palabras, muchos académicos que adoptan una perspectiva nacional en el análisis de crisis financieras consideran que la “culpa” de dichas crisis la tienen los gobiernos nacionales, olvidando de alguna manera que éstas se producen en mercados de carácter supranacional.

Si se comenta esto aquí es para dejar claro de antemano que, a pesar de la perspectiva nacional de este trabajo, no se va a pretender defender que la gestión macroeconómica es “culpable” en solitario del estallido de crisis; sino tan sólo que la gestión macroeconómica coadyuva a dicho estallido *dado* un determinado funcionamiento del mercado financiero internacional. Así, podría decirse que el punto de vista de este estudio es nacional, pero considerando un determinado contexto internacional. De hecho, sin las características del sistema financiero internacional actual, la gestión macroeconómica en las economías emergentes sería otra, y sus consecuencias serían otras... con lo que todo el estudio que sigue sobre política económica sería diferente (tanto en su vertiente teórica como en su vertiente empírica). Así, el funcionamiento vigente del sistema financiero internacional –la globalización financiera, con los consiguientes incrementos de los flujos transnacionales de capital, de la liquidez, de la asimetría de la información, de la volatilidad y la incertidumbre, del poder de mercado de los agentes financieros... (Olivié, 2002)– es un elemento exógeno pero crucial en el análisis que se realiza en este trabajo.

Hecha la aclaración sobre el carácter contextualizado –y que libera de parte de la “culpa” a los gobiernos nacionales– de la perspectiva nacional de este trabajo, retómense las preguntas anteriores. ¿Cuál es la relación entre la gestión



macroeconómica nacional y las crisis financieras? ¿Hay alguna forma de romper esa relación, de manera que las políticas prevengan las crisis, en lugar de coadyuvar a su estallido? Sin pretender responder todavía a estas preguntas, adelántese que, en el esquema de este trabajo, el principal elemento de unión entre la gestión macroeconómica y las crisis financieras va a ser las entradas masivas de capital extranjero y la estructura de ese capital (predominancia del capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio). Incluso *a priori* del análisis que se realiza a continuación ésta no es una afirmación demasiado sorprendente: resulta evidente que antes de la salida masiva de capital extranjero (en la que se materializa la crisis) se ha de producir una entrada; y también que la gestión macroeconómica puede incidir de diversas formas en el volumen y composición del capital entrante. Así, siendo las entradas de capital y sus características un importante elemento de unión entre la gestión macroeconómica y las crisis financieras, se habrá de estudiar las formas en que dicha gestión puede, a través de su incidencia en las entradas de capital y en las consecuencias de las mismas, ayudar a evitar, aunque sea parcial o temporalmente, pero desde dentro de la economía nacional, la ocurrencia de crisis financieras.

Cuando estallaron las crisis asiáticas de 1997, el debate sobre el papel de las políticas públicas en el espectacular crecimiento, cambio estructural y desarrollo humano de Asia oriental (de los cuatro “dragones”, por supuesto, pero también de ciertos países del sudeste asiático) seguía vivo. Si bien el estudio y discusión sobre los primeros países en disfrutar de un importante proceso de desarrollo (i.e. Corea del Sur –Corea en adelante– o Taiwán) ya estaba apaciguándose, todavía quedaba mucho por estudiar al respecto de la política económica y el crecimiento –e incluso desarrollo– en los países del sudeste asiático (Tailandia, Malasia e Indonesia, sobre todo). De hecho, mientras que algunos académicos se mostraban muy optimistas al respecto de la capacidad de estos países de convertirse en nuevos “dragones”, otros (por ejemplo, Berzosa, 1991) eran más escépticos. Dicho escepticismo emanaba, en parte, de otra cuestión que quedaba por resolver: si la globalización financiera estaba dificultando el uso de políticas nacionales para promover el crecimiento y desarrollo en los países del sudeste asiático. En cualquier caso, una vez que estallaron las crisis asiáticas (en 1997), el interés y el debate de los académicos cambiaron de dirección: ya no había que preguntarse cómo habían crecido tanto, sino cómo habían podido padecer una crisis

financiera de tal magnitud. Ante semejante pregunta, los especialistas adoptaron, por lo general, dos posturas enfrentadas (que ya se han sugerido antes): las crisis financieras se han debido a una mala gestión económica por parte de los gobiernos nacionales; o las crisis se han debido al funcionamiento del sistema financiero internacional vigente (globalización incluida). Este trabajo combina de alguna forma las dos posturas. Aunque el punto de vista nacional –en particular, de política económica– sea predominante (por motivos de espacio y por las razones aducidas con anterioridad: la búsqueda de soluciones, aunque sea parciales, en el corto plazo) éste se inscribe necesariamente en las características del sistema financiero internacional vigente. Así, puede considerarse que el análisis de las crisis asiáticas desde esta perspectiva nacional, pero contextualizada en lo internacional, es algo infrecuente en la literatura especializada.

También es poco frecuente el análisis de cadenas causales largas, desde causas últimas de las crisis hasta éstas. Más bien, los estudios (sobre todo, teóricos) suelen centrarse o bien en las causas próximas y mecanismos por los que estallan crisis financieras, pero sin indagar en las causas de esas causas próximas, o bien en el análisis de las causas y mecanismos que conducen a esas causas próximas, pero no en cómo éstas derivan en crisis financieras. En este trabajo se ha pretendido “ensamblar” unas y otras teorías, con el fin de dibujar una red de relaciones causales más completa, más larga, en la que tuvieran cabida las políticas económicas y movimientos de capital “iniciales” (con los que tiene sentido iniciar el “relato” de cómo ciertos elementos nacionales y sus relaciones conducen a una crisis financiera), así como el paso de la vulnerabilidad financiera –derivada, en parte, de esas políticas y capitales– a la crisis financiera.

Un último elemento más o menos novedoso de este trabajo es la insistencia en las relaciones circulares entre política económica y entradas de capital. Algunas interpretaciones de las crisis asiáticas, así como los estudios teóricos al respecto, inciden en la importancia de las entradas de capital como una de las causas de la vulnerabilidad a padecer una crisis financiera; y otras resaltan la importancia de ciertos “errores” de gestión macroeconómica como factores explicativos de esa vulnerabilidad. Pues bien, casi ninguno de esos análisis se detiene en estudiar las diversas

interrelaciones entre las entradas de capital y la gestión macroeconómica, y de cómo dichas interrelaciones ayudan a explicar las entradas de capital y la gestión mismas, así como la aparición de la vulnerabilidad a padecer una crisis financiera.

Pásese ahora a presentar la hipótesis y las subhipótesis de este trabajo, a aclarar ciertas cuestiones metodológicas y a presentar un resumen del mismo. La hipótesis general que se pretende defender en este trabajo es que la interacción entre la gestión macroeconómica y el volumen y estructura de las entradas de capital en economías emergentes puede derivar en una inestabilidad macroeconómica y financiera que posibilita el estallido de crisis financieras; y que ése fue el caso de Tailandia, Malasia e Indonesia.

Dicha hipótesis se sustenta en una serie de hipótesis secundarias o subhipótesis, que son las siguientes.

- Ciertas políticas neoliberales (estabilización macroeconómica, tipo de cambio fijo o semi-fijo, liberalización comercial y reforma financiera) son factores *pull* para el capital extranjero y determinan, en parte, la proporción de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio en el total de entradas de capital (subhipótesis n° 1).
- Las entradas de capital (su volumen y estructura), en el contexto de esas políticas neoliberales, pueden provocar la aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera (subhipótesis n° 2).
- Las políticas económicas de respuesta a las entradas de capital –destinadas a evitar la inestabilidad macroeconómica y financiera– pueden ser ineficaces y/o contraproducentes (subhipótesis n° 3).
- La inestabilidad macroeconómica y financiera posibilita el estallido de crisis financieras –en particular, el estallido de crisis por autocumplimiento de expectativas– (subhipótesis n° 4).

Algunas de estas subhipótesis presentan, a su vez, dos vertientes o, si se quiere, se dividen a su vez en otras dos subhipótesis.

- La hipótesis secundaria nº 2 se subdivide en:
  - 2.1. El volumen del capital extranjero puede provocar inestabilidad macroeconómica (capital extranjero → inestabilidad macroeconómica).
  - 2.2. El volumen y la composición del capital extranjero pueden provocar inestabilidad financiera (capital extranjero → inestabilidad financiera).
  
- La hipótesis secundaria nº 3 se subdivide en:
  - 3.1. Las políticas de respuesta a la entrada de capital para evitar la inestabilidad macroeconómica pueden ser ineficaces y/o contraproducentes, lo que implicaría la aparición de esa inestabilidad macroeconómica (políticas de respuesta → inestabilidad macroeconómica).
  - 3.2. Las políticas de respuesta a la entrada de capital para evitar la inestabilidad financiera pueden ser ineficaces y/o contraproducentes, lo que implicaría la aparición de esa inestabilidad financiera (políticas de respuesta → inestabilidad financiera).
  
- La hipótesis secundaria nº 4 se subdivide en:
  - 4.1. La inestabilidad macroeconómica posibilita la ocurrencia de una crisis financiera –cambiaria, en particular–, al posibilitar el autocumplimiento de las expectativas de devaluación (inestabilidad macroeconómica → crisis cambiaria).
  - 4.2. La inestabilidad financiera posibilita la ocurrencia de una crisis financiera –bancaria, en particular–, al posibilitar el autocumplimiento de las expectativas de impago por parte del sistema financiero nacional (inestabilidad financiera → crisis bancaria).

Conviene definir brevemente los términos incluidos en estas hipótesis y subhipótesis. Comiencese por aclarar a qué se hace referencia con el término “entradas de capital”. Más adelante se matizará que las entradas de capital a las que este trabajo se refiere son, casi en todo momento, entradas netas de capital, entendidas éstas como los pasivos contraídos con agentes extranjeros por el país en cuestión menos los activos adquiridos en el extranjero por ese mismo país (es decir, entendidas como el superávit de la balanza de capital). No obstante, se señalará en su momento que se utiliza otra

acepción del término “entradas de capital” (o de entradas netas de capital), ligeramente distinta a la anterior, para describir la recepción de capital por parte de Tailandia, Malasia e Indonesia (a los que en ocasiones se les llamará Asia-3).

Por “gestión macroeconómica” se entiende el conjunto de políticas fiscales, monetarias, cambiarias y estructurales (política comercial y financiera) aplicadas por la economía que se estudie. Y se entiende que son “economías emergentes” aquellas que no pueden considerarse países desarrollados (o ricos, o del Norte, o del Primer Mundo, o como se los quiera llamar), pero que tampoco son países que no han experimentado un proceso de crecimiento económico, cambio estructural o incluso desarrollo en ningún momento de las últimas décadas. Esto es, tampoco son países que permanecen en el más absoluto subdesarrollo. Éstos últimos –los países subdesarrollados, o el Tercer Mundo, o el Sur, o como se los quiera llamar– no pueden ser objeto de estudio de este trabajo en la medida en que apenas han sido receptores de capital extranjero (y el capital extranjero, como ya se ha visto en la hipótesis general, es una pieza clave del estudio) y en que no han llevado a cabo las políticas macroeconómicas que interaccionan con esas entradas de capital tal y como otros países algo más desarrollados sí lo han hecho.

Está claro que esta definición de economía emergente puede arrojar algo de luz sobre cuál es el objeto de estudio, pero también es evidente que no permite ofrecer la enumeración de países que estarían incluidos en tal categoría. Muchos países del mundo estarían en el límite entre la categoría de “desarrollados” y la de “emergentes”, y más aún entre la de “emergentes” y la de “subdesarrollados”; y sería prácticamente imposible llegar a un consenso sobre en qué categoría inscribir cada uno de ellos. No obstante, los tres países que aquí se estudian sí pueden ser calificados, sin dar lugar a demasiada polémica, de economías emergentes, a la vista de los procesos de crecimiento rápido, cambio estructural e incluso desarrollo por los que han atravesado en las últimas décadas. Así, si se ha dejado de lado a Filipinas es, en parte, porque no cae tan de lleno en la categoría de economía emergente, por no haber pasado por esos procesos de los que sí han disfrutado sus vecinos del sudeste asiático. De hecho, Filipinas no ha recibido tanto capital extranjero como los países de Asia-3 ni ha

llevado a cabo políticas económicas similares, por lo que habría resultado ser un objeto de estudio algo distorsionador.

A lo que este trabajo se refiere por “inestabilidad macroeconómica y financiera”, se explica con cierto detalle cuando corresponde. No obstante, adelántese aquí que se va a utilizar el término “recalentamiento” como sustitutivo de “inestabilidad macroeconómica” y “fragilidad financiera” como sustitutivo de “inestabilidad financiera”. Ello da una idea del contenido del término: la primera inestabilidad hace referencia al recalentamiento de la economía (tensiones inflacionistas, apreciaciones del tipo de cambio, pérdidas de competitividad comercial...) y la segunda hace referencia a la fragilidad del sistema financiero nacional (asunción excesiva de riesgos financieros de diversa índole). Es más, se va a considerar que tanto las variables macroeconómicas relacionadas con el recalentamiento como las variables financieras relacionadas con la fragilidad financiera son “parámetros fundamentales” de la economía en cuestión (los *fundamentals* de la literatura en inglés). De ahí que, en ocasiones, además de utilizarse los términos “inestabilidad macroeconómica” y “recalentamiento”, se vaya a utilizar el término “deterioro de los parámetros fundamentales macroeconómicos”; y además de usarse los términos “inestabilidad financiera” y “fragilidad financiera”, se vaya a usar el término “deterioro de los parámetros fundamentales financieros”.

Finalmente, el término “crisis financiera” hace referencia al deterioro súbito y pronunciado de cualquier indicador financiero (los índices bursátiles, las entradas de capital extranjero, el valor de la moneda nacional...). No obstante, el trabajo va a centrarse, como ya se advierte en algunas de las subhipótesis, en dos tipos particulares de crisis financieras: las crisis cambiarias (variación súbita y pronunciada del valor de la moneda nacional) y las crisis bancarias (retirada súbita y acusada de los activos depositados en o prestados al sistema financiero nacional). Estos dos tipos de crisis, como se irá viendo, están íntimamente relacionados (en el sentido de que se pueden provocar, o se pueden reforzar, mutuamente). Así, cuando se hable de crisis financiera se estará hablando de cualquier tipo de crisis financiera, pero sobre todo de estos dos (crisis cambiarias y crisis bancarias); y cuando se haga referencia a sólo uno de los dos tipos, se especificará explícitamente.

Es evidente que la hipótesis general que se ha presentado más arriba puede resultar algo ambigua: no se califican las políticas económicas a las que dicha hipótesis se refiere; no se especifica cómo es el volumen y estructura de las entradas de capital; no se afirma que la interacción entre unas y otras provoque o cause inestabilidad macroeconómica o financiera, sino tan sólo que puede derivar en ella; y, finalmente, no se dice que la inestabilidad conduzca al estallido de una crisis, sino solamente que lo posibilita. Todo esto quizá da ya una idea del terreno en el que se va a desarrollar este trabajo: el terreno de las causalidades múltiples, de las relaciones causales complejas y circulares, de la contingencia de esas relaciones causales (las cuales están sujetas a la ocurrencia de hechos exógenos al análisis puramente económico)... Puesto de otra manera: esta hipótesis da una idea del enfoque mismo de este trabajo. De acuerdo con la terminología de Ramos Barrado (1986), se ha realizado el análisis (la aplicación de diversas técnicas de análisis) desde un enfoque estructural. Dicho enfoque conlleva la concepción de la realidad económica como un sistema –como una totalidad– inmerso en un sistema mayor (el social); en el que lo no económico aparece como exógeno al análisis; y en el que los agentes económicos son grupos de individuos, y los individuos, si bien no pierden su capacidad de decisión, están muy influidos por el grupo al que pertenecen. Asimismo, conlleva la observación de interdependencias entre elementos; es decir, un enfoque estructural no puede generar una explicación económica en forma de enumeración de elementos o siquiera de una cadena causal unidireccional, sino más bien en forma de causalidades circulares y múltiples entre numerosos elementos. Finalmente, el enfoque estructural supone la búsqueda de relaciones más o menos permanentes que subyacen a las realidades concretas; y a partir de esas relaciones más o menos permanentes –de un marco general de relaciones entre elementos del sistema económico– se podría describir un acontecimiento particular (añadiendo al marco general los elementos coyunturales del caso concreto).

De hecho, este trabajo comienza con la construcción de un marco teórico general de relaciones entre diversos elementos del sistema económico actual: entradas de capital y sus características, gestión macroeconómica, aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera, y estallido de crisis financieras (sección I). En virtud de ese marco teórico se tratará de explicar los casos particulares de Tailandia, Malasia e

Indonesia (sección II). En la sección III se reflexiona sobre qué pasaría si tres de los elementos del marco teórico fueran diferentes (en concreto, si tres de las políticas económicas que son parte del marco teórico fueran diferentes).

En la sección I se presenta, por tanto, un estudio teórico de las variables y relaciones entre variables que se pretenden analizar: las entradas de capital, la gestión macroeconómica, la inestabilidad macroeconómica y financiera, y las crisis financieras en economías emergentes. El objetivo último de tal sección es encontrar teorías (más o menos formales, según el caso) para respaldar la hipótesis general y las subhipótesis. Esto es, se pretenden encontrar teorías que respalden la idea de que la gestión macroeconómica en economías emergentes determina, en parte, el volumen y estructura de las entradas de capital a esas economías; que dichas entradas de capital pueden ser un factor de inestabilidad macroeconómica y financiera; que, por ello, las entradas de capital conllevan la aplicación de otra serie de políticas macroeconómicas para evitar dicha inestabilidad, las cuales pueden ser ineficaces o contraproducentes; y que, finalmente, la inestabilidad macroeconómica o financiera posibilita el estallido de crisis financieras, mediante el autocumplimiento de las expectativas de los agentes financieros internacionales.

La sección I se divide en dos capítulos (capítulo 1 y capítulo 2). El primero de ellos se dedica al estudio de teorías que respalden las subhipótesis nº 1, 2 y 3; es decir, teorías que desglosen las interacciones entre entradas de capital y gestión macroeconómica. Más en concreto, en el capítulo 1 se presenta lo siguiente.

- El análisis de cómo la gestión económica es un factor determinante de las entradas de capital en economías emergentes. Tras estudiarse brevemente cuáles pueden ser los factores *push* (o externos) de las entradas de capital y su estructura en economías emergentes, se analiza más en detalle cómo las distintas medidas propias de los paquetes de ajuste estructural neoliberales actúan como factores *pull* (factores de atracción internos) del capital extranjero y modelan, en parte, la composición de dicho capital (proporción de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio). Así, en ese capítulo se verá, de acuerdo con las aportaciones teóricas de diversos autores, que las políticas económicas de corte neoliberal (estabilización fiscal y monetaria, compromisos



cambiarios, liberalización comercial y reforma financiera) pueden atraer capital tanto por la vía de la confianza de los inversores extranjeros en la determinación del gobierno de llevar a cabo una reforma amplia y profunda, como por la vía de la mejora del par rentabilidad/riesgo de los activos del país que acomete dichas políticas económicas.

- El estudio de los potenciales peligros de las entradas de capital en grandes cantidades y con predominancia del capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto; así como las políticas que pueden aplicarse para evitar esos peligros y las ventajas e inconvenientes de las mismas. Precizando algo más: se estudia, primero, la cadena causal que puede conducir de las entradas de capital a la inestabilidad macroeconómica o recalentamiento de la economía (entendiendo éste como inflación y/o deterioro del saldo corriente); así como el vínculo entre las entradas de capital y la inestabilidad financiera o fragilidad financiera (entendiendo ésta como el incremento de los riesgos de crédito, liquidez y cambio). Segundo, se estudian las ventajas y los inconvenientes de las diversas políticas económicas que se pueden aplicar para evitar que las entradas de capital conlleven dichos problemas de recalentamiento y fragilidad financiera: políticas fiscales y monetarias aún más restrictivas, flexibilización del tipo de cambio y/o apreciación nominal de la moneda, mayor apertura comercial, y medidas financieras, como la imposición de controles a la entrada de capital o refuerzo de la regulación y supervisión del sistema financiero interno, etc.
- Conclusiones y reflexiones sobre los dos puntos anteriores; en particular, sobre el impacto de las políticas iniciales en las entradas de capital (de unas más que de otras), y sobre los inconvenientes de las políticas de respuesta a esas entradas.

En el capítulo 2 se analizan muy diversos estudios teóricos sobre crisis financieras en busca de aquéllos que permitan vincular el recalentamiento y la fragilidad financiera con el estallido de crisis (es decir, en busca de aquéllos que permitan respaldar la subhipótesis nº 4). En particular, en dicho capítulo se encuentra lo siguiente.

- Un estudio de las distintas generaciones de modelos de crisis financieras (los modelos de primera y de segunda generación). Si no se analizan junto a ellos otras teorías sobre crisis, será porque no compartan el enfoque nacional que

tiene este trabajo, o porque describan el deterioro de parámetros fundamentales pero no tanto el vínculo entre éste y las crisis financieras. Entre los modelos de primera generación se encuentran tanto los modelos originales (Krugman, 1979 y similares) como modelos más actuales (i.e. Dooley, 1997); y entre los modelos de segunda generación se han incluido los modelos denominados de tercera generación por los motivos que más adelante se exponen.

- El estudio de otras teorías, que se pueden denominar, en este trabajo, teorías complementarias (complementarias, sobre todo, de los modelos de segunda generación): teorías sobre contagio de crisis financieras, sobre el comportamiento de los agentes financieros internacionales y sobre las crisis gemelas (ocurrencia simultánea o consecutiva de una crisis cambiaria y una bancaria).
- Una evaluación teórica de los modelos de primera y segunda generación, y la selección de las teorías que son de más utilidad para vincular el recalentamiento y la fragilidad financiera con las crisis (que serán, adelántese aquí, ciertos modelos de segunda generación, junto con algunas teorías complementarias).

La sección II presenta un estudio empírico de los casos de Tailandia, Malasia e Indonesia entre 1987 y 1997, en virtud del marco teórico dibujado en la sección I. Esto es, dicho marco teórico ofrece una guía, una línea argumental para describir las entradas de capital, la gestión macroeconómica, la interacción entre estos dos elementos, la aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera y el estallido de crisis financieras en estos tres países; y permite que tal descripción no resulte en una enumeración de fenómenos o circunstancias, sino en una explicación de lo sucedido.

La sección II se divide en dos capítulos (capítulo 3 y capítulo 4), paralelos a los capítulos de la sección I. Así, en el capítulo 3 se presenta el estudio de la interacción entre entradas de capital y gestión macroeconómica en los países de Asia-3 entre 1987 y 1997 (aproximadamente). Para realizar dicho estudio se aborda lo siguiente.

- El análisis de la evolución del volumen y estructura del capital entrante (crecimiento de las entradas de capital, evolución de su estructura, proporción de capital volátil...). Se concluye, expresado de forma muy sintética, que la cantidad de capital recibida por estos tres países creció de forma notable desde

finales de los años ochenta; y que la proporción de capital volátil y en moneda extranjera en el total fue muy considerable, sobre todo en los últimos años antes de las crisis de 1997.

- El análisis de las causas de que el capital presentara el volumen y estructura descritos: tras realizarse una primera aproximación a los factores *push* y *pull* en general, se estudian las políticas macroeconómicas llevadas a cabo por estos países desde mediados de los ochenta (en ocasiones, desde algo antes) –siendo dichas políticas las propias de un ajuste de corte neoliberal (estabilización fiscal, monetaria y cambiaria y liberalización comercial y financiera)– y se analiza cómo esas políticas pudieron incidir en las características del capital entrante.
- El estudio de un segundo paquete de políticas económicas, destinadas a evitar la aparición de recalentamiento y fragilidad financiera en Asia-3. Este segundo paquete fue, por tanto, consecuencia de las entradas de capital, pero también actuó en cierta medida como causa de esas entradas, en la medida en que reforzaba las políticas del paquete de ajuste neoliberal inicial.
- La descripción de los resultados de las entradas de capital y la gestión económica que las precedió y las siguió, en términos de inestabilidad macroeconómica y/o financiera en los países que se analizan; para concluir que, efectivamente, los países de Asia-3, en mayor o menor medida, padecieron un deterioro de su saldo corriente y la escalada de riesgos financieros.

En el capítulo 4 se estudian las crisis de Tailandia, Malasia e Indonesia, con el ánimo de explicarlas, en caso de ser posible, en virtud de las teorías escogidas en el capítulo 2 (que, recuérdese, eran aquéllas capaces de vincular la inestabilidad macroeconómica y financiera con el estallido de crisis). Para ello se expone lo siguiente.

- El estudio de la cronología de las crisis asiáticas, en general, y de las de Asia-3, en particular; así como sus primeros síntomas y manifestaciones.
- Un análisis de las interpretaciones que numerosos autores hicieron de las crisis asiáticas en los años (o incluso meses) inmediatamente siguientes a su estallido. El interés de semejante análisis radica en que algunas de ellas coinciden con las hipótesis y subhipótesis de este trabajo, si bien ninguna de ellas incorpora tantos elementos y relaciones entre los mismos como se ha pretendido aquí.

- La evaluación de si las crisis de estos países pueden explicarse en virtud de las teorías recogidas en capítulos anteriores. Tras repasarse el estado de recalentamiento y fragilidad financiera en Asia-3 (y la incidencia de factores exógenos a este análisis sobre dichos problemas), se evalúa si los modelos del capítulo 2 sirven para explicar las crisis que padecieron estos países. Se defiende, por una parte, que los modelos de primera generación no son de utilidad para entender las crisis de Asia-3; y, por otra, que éstas son más explicables en función de las teorías seleccionadas en el capítulo 2 para formar parte del marco teórico de este trabajo: ciertos modelos de segunda generación y algunas teorías complementarias (sobre todo, las de contagio puro, *herding* o comportamiento de rebaño y pánico financiero, y crisis gemelas como crisis simultáneas que se refuerzan mutuamente).

Una vez dibujado el marco teórico de relaciones causales (relaciones múltiples, circulares y contingentes) entre diversos elementos del subsistema económico (sección I); y una vez explicado el caso de Tailandia, Malasia e Indonesia, en virtud del “hilo argumental” provisto por ese marco teórico (sección II); se presenta una última sección (sección III), compuesta por un solo capítulo (capítulo 5). En él se retoma el estudio de tres cuestiones de política económica que han destacado como especialmente relevantes en el estudio teórico y empírico previo: la elección de régimen cambiario, la presencia o ausencia de controles de capital, y la buena o mala regulación y supervisión del sistema financiero interno. Porque parece que estas cuestiones inciden particularmente en las características de las entradas de capital, así como en el mayor o menor grado de inestabilidad macroeconómica y financiera, se les dedica ese último capítulo de “implicaciones de política económica”.

Para concluir esta introducción se ha de decir que la ayuda de diversas personas e instituciones ha posibilitado la realización de este trabajo. He de expresarles aquí, por tanto, mi sincero agradecimiento. Para comenzar, mi agradecimiento a la Universidad Complutense de Madrid por haberme concedido una Beca de Formación de Personal Investigador, de la que he disfrutado durante los años de elaboración de esta tesis doctoral. Asimismo, al Departamento de Economía Aplicada I, de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, por haberme acogido tan

amablemente. Doy gracias, también, al Doctor Carlos Berzosa, por apoyarme desde el principio y por recordarme de vez en cuando que la Economía es mucho más interesante (y relevante) de lo que yo consideraba cuando inicié mis estudios universitarios; y al Doctor Pablo Bustelo, por implicarse en la realización de este trabajo, pero, sobre todo, porque su confianza en mi capacidad como investigadora ha alimentado mi propia confianza, sin la cual no habría podido hacer el esfuerzo que supone realizar un trabajo como éste. Por otra parte, he de agradecer el entretenimiento provisto, día tras día, por Radio-3 y ciertas series adictivas de televisión. Asimismo, mi agradecimiento a Pilar Aldasoro y Fernando Olivie, por adoptarme a tiempo parcial; a mi abuelo, que siempre leía con gran interés todo lo que yo escribiera, a pesar de ser químico y no economista; y a mis padres, por miles de cosas. Finalmente, gracias a Bárbara García y Javier Benítez, que no han estado en Madrid para hacerme compañía y a los que echo tanto de menos, pero que me han apoyado desde donde viven; a Javier Gutiérrez, que sí que ha estado aquí; y a Joseph Candora, que ha venido de tan lejos. Pero, sobre todo, a Iliana Olivie, por tantos días de paciencia conmigo, de entendimiento, de ayuda, de diversión... y de tantas cosas sin las cuales la realización de este trabajo habría sido prácticamente imposible.

**SECCIÓN I.**  
**UNA VISIÓN TEÓRICA DE LOS VÍNCULOS**  
**ENTRE ENTRADAS DE CAPITAL, GESTIÓN MACROECONÓMICA**  
**Y CRISIS FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES**

## **CAPÍTULO 1.**

### **ENTRADAS DE CAPITAL Y GESTIÓN MACROECONÓMICA: LAS INTERRELACIONES**

Ya se ha señalado que la principal hipótesis que se pretende defender en esta tesis es que la interacción entre la gestión macroeconómica y el volumen y estructura de las entradas de capital en economías emergentes puede derivar en una inestabilidad macroeconómica y financiera que posibilita el estallido de crisis financieras; y que ése fue el caso de Tailandia, Malasia e Indonesia. Recuérdese, además, que dicha hipótesis se sustenta en algunas hipótesis secundarias, algunas de las cuales conviene que se repitan en este punto.

1. Ciertas políticas neoliberales (estabilización macroeconómica, tipo de cambio fijo o semi-fijo<sup>1</sup>, liberalización comercial y reforma financiera) son factores *pull* para el capital extranjero y determinan, en parte, la proporción de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio en el total de entradas de capital (subhipótesis n° 1).
2. Las entradas de capital (su volumen y estructura), en el contexto de esas políticas neoliberales, pueden provocar la aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera (subhipótesis n° 2).
3. Las políticas económicas de respuesta a las entradas de capital –destinadas a evitarla inestabilidad macroeconómica y financiera– pueden ser ineficaces y/o contraproducentes (subhipótesis n° 3).

Para determinar si estas hipótesis tienen algún sentido para las economías emergentes, en general, y para las asiáticas, en particular, resulta necesario analizar las principales teorías que abordan las cuestiones que en ellas se detallan. Este capítulo se dedica precisamente a tal tarea. Así, se comienza con el análisis de cuáles pueden ser las causas de las entradas de capital a las economías emergentes, con el ánimo de encontrar sustento teórico para la idea de que las políticas neoliberales actúan como factores de atracción del capital extranjero (epígrafe A). A continuación, se estudia

---

<sup>1</sup> Adviértase ya que en este trabajo se van a utilizar indistintamente los términos “tipo de cambio fijo” y “ancla”, a pesar de que con ello se pudiera incurrir en ligeras imprecisiones terminológicas. Asimismo, téngase en cuenta que se entiende que un tipo de cambio fijo o un ancla son, salvo que se explicita lo contrario, regímenes cambiarios intermedios, y no anclas duras.

cuáles son las posibles respuestas de política económica a las entradas de capital a la vista de los peligros que éstas acarreen en términos de recalentamiento y fragilidad financiera. Asimismo, se analizan los pros y contras teóricos de cada una de esas políticas, con el ánimo de evaluar su capacidad para evitar los efectos no deseados de las entradas de capital (epígrafe B). Finalmente, se dedica un epígrafe a recapitular: en él se resumen y se agrupan todos los inconvenientes de las políticas económicas revisadas con anterioridad (epígrafe C).



## **A. LA GESTIÓN MACROECONÓMICA COMO FACTOR DETERMINANTE DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL**

Buena parte de la literatura que indaga en los determinantes de las entradas de capital en los países en desarrollo<sup>2</sup> ha clasificado dichos determinantes en dos categorías que se han dado en llamar factores *push* y factores *pull*. Los primeros son factores externos a las economías emergentes o en desarrollo<sup>3</sup>, que “empujan” los capitales hacia dichas economías al reducir el atractivo de las inversiones en los países industriales o, simplemente, al promover los movimientos internacionales de capital. Los segundos son factores internos que “tiran” de los capitales hacia el interior de los países en desarrollo en virtud de mejoras en el par rentabilidad/riesgo de los activos del país receptor<sup>4</sup>.

Muchos autores (por ejemplo, Frankel y Okongwu, 1996; Khan y Reinhart, 1995; Fernández-Arias, 1996) señalan que la distinción entre ambos grupos de factores tiene su justificación en la consideración de que si son los factores externos los que más pesan a la hora de determinar la entrada de capital en los países en desarrollo, los gobiernos de éstos están a merced de las fluctuaciones de esos factores externos y no pueden, por tanto, decidir sobre los movimientos del capital extranjero. Si, por el contrario, los factores internos son más determinantes que los externos, los gobiernos en cuestión tienen más capacidad de decisión sobre las entradas y salidas del capital extranjero, mediante el control de esos factores internos. Frankel y Okongwu (1996),

---

<sup>2</sup> Adviértase que en este trabajo se va a utilizar, en ocasiones, el término “países en desarrollo” como sinónimo de “economías emergentes”. Cabe reconocer que el término “en desarrollo” puede ser algo eufemístico si se aplica a países más cercanos al subdesarrollo absoluto que al desarrollo. Además, puede implicar una visión mecanicista y/o determinista de los procesos de desarrollo. Olvídense ahora estos matices, que si bien son de absoluta relevancia, no tienen demasiada cabida en este trabajo.

<sup>3</sup> Cabe referirse a las economías receptoras de capital como economías emergentes o países en desarrollo y a las economías prestamistas como países industriales, a pesar de que con ello se incurre, obviamente, en una simplificación. Muchas economías en transición, así como algunos países industriales europeos (i.e. España), también han sido importantes receptores de capital extranjero en los años noventa; y algunos países en desarrollo —o considerados en desarrollo hasta hace bien poco— (i.e. Corea o Taiwán) han comenzado a ser exportadores netos de capital. No obstante, la exposición resultará más fácil y bastante fiel a la realidad de las últimas décadas si se incurre en la simplificación mencionada.

<sup>4</sup> De ahora en adelante se hará referencia a los primeros factores con los términos *push* y externos indistintamente, al igual que se nombrará a los segundos con los términos *pull* e internos indistintamente.

por ejemplo, afirman que si se comprueba que los tipos de interés internacionales son determinantes en las entradas de capital en un país cualquiera, se está constatando un estado de vulnerabilidad a sufrir una reversión del flujo y, quizá, una crisis financiera<sup>5</sup>. En cualquier caso, si en este trabajo resulta interesante evaluar la importancia de unos y otros factores como causas de las entradas de capital no es tanto para evaluar si son temporales, como para resaltar el papel de la política económica como factor de atracción de capital extranjero. Además, se considera que aun en el caso en que sean los factores externos los más determinantes de las entradas de capital, ello tampoco dice demasiado de la reversibilidad de esos flujos, como se argumenta en el apartado c de este mismo epígrafe.

Pero no sólo resulta de interés ver cómo las políticas económicas de un cierto país actúan como factores de atracción de capital extranjero, sino también qué tipo de capital atraen unas y otras políticas. Así, se tratará de analizar, por una parte, si las distintas políticas atraen sobre todo capital volátil o no volátil. Se considera, como suele hacerse, que la IED (inversión extranjera directa) es el capital menos volátil, mientras que los préstamos a corto plazo (que constituyen buena parte de las OI –otras inversiones– a corto plazo) es el más volátil. En este trabajo se considera, asimismo, que la IC (inversión en cartera) también es capital volátil en la medida en que puede ser retirada tan rápidamente como se quiera (basta con vender las acciones o los bonos): “a diferencia de muchos inversores que invierten en IED, los inversores en cartera normalmente tienen horizontes de corto plazo –es decir, el futuro que les concierne es un período de tiempo relativamente breve– independientemente del vencimiento de los instrumentos subyacentes que utilizan” (Truman, 1996, pág. 201)<sup>6</sup>. Por otra parte, se procurará determinar si las políticas aplicadas inciden en la estructura de denominaciones de los pasivos adquiridos por el país en cuestión.

---

<sup>5</sup> Es más, llegan a sugerir que, constatando el mayor peso de los factores externos respecto de los internos, se puede predecir una crisis financiera, afirmación en extremo aventurada si se tienen en cuenta los argumentos al respecto de la predictibilidad de las crisis que se exponen más adelante en esta tesis.

<sup>6</sup> También Williamson (1993) argumenta a favor de que la IC es capital volátil.

## **a) Factores explicativos de la entrada de capital en economías emergentes**

Este primer apartado se dedica al análisis de los factores externos e internos causantes de las entradas de capital en países en desarrollo. En cuanto a los factores internos, el análisis se centra en aquéllos directamente relacionados con la gestión macroeconómica de los países en desarrollo. Si este estudio no se detiene en indagar sobre otros factores internos distintos de los relacionados con la política económica es por razones obvias a la vista de las hipótesis que se pretende contrastar en este trabajo y también porque las distintas medidas de política económica constituyen el grueso de las causas internas de la recepción de capital. Asimismo, se exponen algunos tests empíricos con el ánimo de evaluar si los argumentos teóricos tienen algún respaldo en la realidad de los países en desarrollo. Finalmente, se presentan algunas reflexiones sobre el papel de unos u otros factores como causas de las entradas de capital extranjero en las economías emergentes y se concluye.

### **a.1) Factores *push***

Véanse muy brevemente algunos factores externos que pueden explicar la afluencia de capital desde las economías industriales a las economías en desarrollo. El análisis que se realiza aquí es intencionadamente esquemático (y seguramente, por tanto, incompleto), pero no se pierda de vista que el interés de este trabajo se concentra en los factores *pull* y, más en concreto, en los factores *pull* relacionados con la gestión macroeconómica del país receptor.

Goldstein (1995) muestra cómo una caída de los tipos de interés de los países prestamistas provoca un incremento de los flujos de capital a los países receptores por dos vías. En primer lugar, dicha caída hace menos atractivas las inversiones locales, de forma que se reduce el coste de oportunidad de invertir en el extranjero (éste es el denominado canal de sustitución de activos –*asset substitution channel*–). En segundo lugar, hace que los países receptores de capital ofrezcan una mayor credibilidad (canal de credibilidad –*creditworthiness channel*–). Esa mayor credibilidad emana, por una parte, del hecho de que se reduce el valor actual descontado del servicio de la deuda externa (cuando esa deuda tiene un tipo de interés variable). Por otra parte, la mayor

credibilidad surge porque aumenta el valor actual descontado de los recursos disponibles para los pagos externos.

Añádase que los capitales que más afectados se ven siempre por el incremento de la diferencia entre el tipo de interés del país prestamista y el del país prestatario son los capitales volátiles y generadores de deuda –las OI a corto plazo y la inversión en bonos– (Johnston y Ötoker-Robe, 1999). Si las inversiones a largo plazo no se ven tan influidas como las inversiones a corto por el diferencial de tipos de interés es porque dependen de muchos otros factores (estabilidad política del país receptor, productividad y precio de los factores, etc.). Y si las inversiones en acciones no se ven influidas como las de bonos por el diferencial de tipos de interés es porque acciones y bonos son activos más o menos sustitutivos: al elevarse el tipo de interés de los bonos, caerá la demanda y el precio de las acciones.

Una apreciación de la moneda de un país industrial también puede actuar como factor *push*. Dicha apreciación le supone al país en cuestión un abaratamiento de sus colocaciones en el extranjero y una pérdida de competitividad comercial, que se puede tratar de compensar mediante el traslado de parte de sus actividades productivas a países con bajos costes laborales y facilidades para la exportación. Así, la apreciación de la moneda de un país industrial puede acarrear movimientos de capital (sobre todo de IED) hacia economías emergentes.

Con respecto a los cambios institucionales en los países industriales, un incremento de la apertura financiera de dichos países evidentemente puede provocar un incremento de los flujos de capital, especialmente de los flujos de capital líquido, hacia las economías emergentes (Olivié, 2002). Asimismo ocurre con ciertos cambios de regulación de los centros financieros de los países industriales. Si tales cambios incentivan la diversificación de las carteras de activos, se producirá un mayor flujo de capitales hacia el exterior. Finalmente, los cambios tecnológicos también suponen un importante determinante de la movilidad del capital. Huelga decir que los avances en informática (aplicados tanto en los mercados financieros de los países industriales como en los incipientes mercados de capitales de los países en desarrollo) facilitan un incremento de los flujos de capital.

## **a.2) Factores *pull*: la gestión macroeconómica como determinante de las entradas de capital**

Este trabajo se centra en los factores *pull* relacionados con la gestión macroeconómica, no sólo porque resulten especialmente interesantes para evaluar una de las subhipótesis de este trabajo (subhipótesis nº 1), sino también porque constituyen la práctica totalidad de los factores *pull* que aparecen en la literatura especializada (Calvo *et al.*, 1993). Aparte de los factores relacionados con la política económica podrían citarse fenómenos como los desastres naturales o las guerras que, por su naturaleza exógena, no resultan de especial interés en este trabajo.

Las políticas económicas pueden atraer capital mediante diversas vías. Por una parte, puede ser que ciertas medidas de política económica supongan un cambio real en las condiciones del país, desde la aparición de la posibilidad de que entre capital (gracias a la apertura de la cuenta de capital), hasta una mejora de las condiciones de rentabilidad y riesgo (derivadas, por ejemplo, de una mayor estabilidad cambiaria, del control de la inflación o de un mayor desarrollo del sistema financiero interno). Por otra parte, puede que las políticas económicas no mejoren realmente las condiciones de las inversiones extranjeras en el país, pero que generen confianza en que así va a ser, porque generen confianza en la determinación del gobierno de llevar a cabo una reforma amplia y profunda. Y, dada la existencia de incertidumbre y asimetría de la información en los mercados financieros internacionales<sup>7</sup>, el capital fluye a los países que han aplicado dichas políticas incluso en mayor cantidad a la que sería proporcional al cambio, real o esperado, de rentabilidad/riesgo. Finalmente, véase una tercera vía por la que la gestión macroeconómica puede atraer capital, que es la señalada por Dooley (1999). Este autor considera que el capital extranjero puede verse atraído por las posibilidades de arbitraje que ciertas políticas económicas abren: “la principal motivación tras las entradas de capital es la oportunidad de explotar un subsidio o garantía gubernamental. No reflejan la confianza en el clima inversor del país sino la capacidad del gobierno de regalar dinero” (Dooley, 1999, pág. 113).

---

<sup>7</sup> Sobre la existencia de incertidumbre y asimetría de la información en los mercados financieros, sobre todo internacionales, véase Hermalin y Rose (1999).

Las políticas económicas que aquí se presentan tienen muy diversos efectos sobre las economías en que se ponen en marcha (por ejemplo, efectos en términos de crecimiento, de distribución de renta, de cambio estructural, etc.). Pero aquí el análisis sólo se centra en cómo afectan a la cantidad de capital extranjero que entra en el país y a la estructura de dicho capital extranjero, en la medida en que dicha cantidad y estructura (como se tratará de argumentar) inciden en la probabilidad de que se produzca una crisis financiera.

Los cuatro bloques de política económica que se van a analizar son: la estabilización fiscal y monetaria; los compromisos cambiarios (tipos de cambio fijos o semi-fijos); la liberalización comercial; y la reforma financiera (desregulación, apertura y medidas institucionales). La elección de estos cuatro grupos de medidas no es azarosa: constituyeron las principales recomendaciones de política económica del denominado Consenso de Washington<sup>8</sup>; esto es, supusieron (y aún suponen) el grueso de las recetas de política económica de organismos internacionales con inmensa influencia en el sistema económico internacional (como el FMI, por supuesto). Pues bien, se va a ver que esas medidas tan encarecidamente recomendadas —o, en ocasiones, impuestas— pueden atraer capital extranjero en cantidades y calidades peligrosas para la estabilidad macroeconómica y/o financiera del país que las imponga. Con esto no se quiere decir que nunca debiera aplicarse ninguna de esas medidas, pero sí que habrá que adoptarlas con cautela.

### **Estabilización fiscal y monetaria**

Tanto la eliminación o reducción de los déficit públicos, como una política monetaria no muy expansiva, pueden suponer un motor de atracción de capital extranjero. En primer lugar, una reducción del déficit público genera confianza en los inversores internacionales, en la medida en que genera expectativas de menor inflación y de competitividad estable o creciente. Y ya se ha comentado cómo el crecimiento de la confianza de los inversores en las buenas perspectivas económicas del país en cuestión es una de las vías por las que las economías en desarrollo atraen capital

---

<sup>8</sup> Sobre las recomendaciones del Consenso de Washington véanse, por ejemplo Williamson (1996) y Naím (2000).

extranjero. El ajuste fiscal normalmente atrae capital a largo plazo (Calvo *et al.*, 1993), más aún si además del ajuste fiscal se produce una elevación del tipo de cambio<sup>9</sup>, ya que la estructura de costes resultante será especialmente atractiva para la IED orientada a la exportación (Goldstein, 1995).

En segundo lugar, una restricción del crédito también puede atraer capital extranjero. Por una parte, porque (como la política fiscal restrictiva) genera confianza en los inversores al respecto del compromiso anti-inflacionista del gobierno y, por otra, porque aumenta el diferencial de tipos de interés. Que una elevación de los tipos de interés redunde en una entrada de capital es un resultado evidente del enfoque monetario de la balanza de pagos: en una economía abierta con el tipo de cambio fijo —como son las que se estudian más adelante—, el exceso de demanda de dinero que surge de la restricción del crédito se satisfará a través de la cuenta de capital (Goldstein, 1995). Como ya se ha comentado anteriormente, el capital más atraído por el incremento del diferencial de tipos es capital volátil y generador de deuda —OI a corto plazo e inversión en bonos— (Johnston y Ötoker-Robe, 1999).

Finalmente, permítase que se mencionen aquí, aunque no sean instrumentos de estabilización fiscal y monetaria, los procesos de privatización y de reestructuración de la deuda como factores de atracción de capital. La privatización puede ser un importante factor de atracción de capital extranjero (en concreto de IED o de IC), ya que ofrece la oportunidad de participar en las mejores empresas de los países receptores y reduce las perspectivas de que haya problemas fiscales (Goldstein, 1995). Asimismo, la reducción o reestructuración de la deuda también puede ser un factor determinante de las entradas de capital en los países en desarrollo en la medida en que ofrece confianza a los inversores extranjeros (Bennett *et al.*, 1993, estudian el papel desempeñado por este factor en la llegada de capitales a Chile, Egipto y México).

---

<sup>9</sup> En este trabajo el tipo de cambio se define como número de unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera; con lo que una apreciación (o revaluación) de la moneda equivale a una caída del tipo de cambio, y una depreciación (o devaluación) de la moneda equivale a una subida del tipo de cambio.

## **Compromisos cambiarios**

Un régimen cambiario de tipo de cambio fijo o semi-fijo puede atraer capital extranjero por el mero hecho de que genera confianza en el compromiso anti-inflacionista del gobierno. Además, como explica Dooley (1999) la estabilidad cambiaria es una de las garantías gubernamentales que facilitan el arbitraje de los inversores internacionales en la economía emergente en cuestión. Es decir, el tipo de cambio fijo no sólo atrae capital porque genere confianza en los compromisos del gobierno, sino porque, en caso de que se produzca un realineamiento de la moneda, el gobierno está comprometido de alguna manera a soportar las pérdidas de los agentes privados como consecuencia de haber estado manteniendo ese tipo de cambio fijo.

Con respecto a qué tipo de capital es atraído por un tipo de cambio estable, nótese que la existencia de un tipo de cambio fijo o semi-fijo hace que el riesgo de cambio sea menor; o, al menos, que el riesgo de cambio percibido por los agentes privados sea menor. Y Reinhart y Reinhart (1998) señalan que la ausencia de riesgo de cambio (o la aparente ausencia de riesgo de cambio) atrae sobre todo capital volátil. Hay dos motivos para que así sea. En primer lugar, como el tipo de interés nacional está descontado por el riesgo de cambio, la caída de dicho riesgo provoca un incremento del diferencial de tipos de interés; y recuérdese que los inversores a largo plazo suelen ser mucho menos sensibles a los tipos de interés que los inversores a corto. En segundo lugar, los inversores a largo plazo siempre sufren riesgo de cambio, ya que en el largo plazo la probabilidad de que se produzca un realineamiento del tipo de cambio o una alteración del régimen cambiario es mucho mayor que en el corto plazo. No obstante, si no sólo se establece un tipo de cambio fijo, sino que además éste se establece en un nivel elevado, y se une a unos salarios bajos, la estructura de costes resultante es muy favorable para los sectores de bienes comercializables. Ello puede atraer IED orientada a la exportación.

Un tipo de cambio fijo no sólo altera la estructura de vencimientos del capital entrante, sino también su estructura de denominaciones. La existencia de un tipo de cambio fijo alienta a los prestatarios a tomar prestado en moneda extranjera en lugar de en moneda nacional, dado el menor riesgo de cambio (o el aparente menor riesgo de



cambio). Es más, les puede alentar a no cubrir adecuadamente ese riesgo de cambio, como se verá más adelante.

Las crisis financieras (como las de Asia oriental) ponen de manifiesto la posibilidad de que los compromisos cambiarios se abandonen. Siendo así, ¿por qué un tipo de cambio fijo puede ser lo suficientemente verosímil como para que los agentes efectivamente confíen en su mantenimiento y, como consecuencia, rebajen la prima de riesgo de cambio o tomen prestado en moneda extranjera y sin cobertura suficiente? Blackburn y Sola (1993) apuntan que los compromisos cambiarios resultan especialmente verosímiles (más verosímiles que, por ejemplo, los compromisos monetarios) por motivos institucionales: modificar un régimen cambiario implica la necesidad de un debate público al respecto y de una reforma que llevan tiempo y que pueden tener un importante coste político para el gobierno en cuestión (en comparación, relajar la política monetaria lleva menos tiempo y acarrea menos publicidad y, por tanto, menos consecuencias en términos políticos).

### **Liberalización comercial**

La liberalización comercial puede atraer capital por la confianza que genere en la determinación del gobierno de llevar a cabo una profunda reforma estructural. Además, la liberalización comercial crea expectativas de un incremento de la eficiencia de los mercados de los países cuya cuenta corriente se liberaliza (Goldstein, 1995). Finalmente, permite a los inversores extranjeros exportar sin trabas desde el país receptor del capital y obtener sin un elevado coste arancelario las importaciones necesarias para su actividad productiva en ese país.

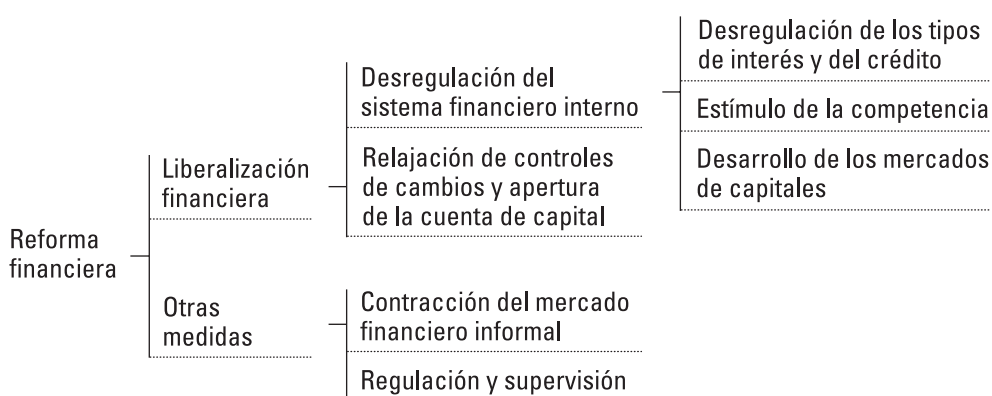
Así, por la confianza que la apertura comercial da a los inversores, ésta puede ser un factor *pull* de capital extranjero. Si, además, la apertura comercial va acompañada de otras circunstancias (una estructura de costes favorable, incentivos a la exportación, etc.) dicha apertura favorecerá especialmente la recepción de IED.

## Reforma financiera (desregulación, apertura y medidas institucionales)

La represión financiera consiste en que el gobierno determina quién da y quién recibe el crédito y a qué precio (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). Hay muchas formas de llevar a cabo ese control sobre el crédito, desde manejando los tipos de interés hasta limitando las entradas de capital extranjero. La liberalización financiera (entendida ésta como desregulación del sistema financiero interno más apertura de la cuenta de capital) consiste precisamente en eliminar todos esos controles.

Siguiendo la clasificación de las medidas de liberalización financiera que aparece en Banco de Japón (1990), dicha liberalización financiera consiste en: la desregulación de los tipos de interés y del crédito, el permiso y estímulo de la competencia en los mercados financieros, el fomento del desarrollo de dichos mercados y la relajación de los controles de cambios y apertura de la cuenta de capital. El término reforma financiera se refiere, por una parte, a la liberalización financiera y, por otra, a algunas otras medidas, de carácter más institucional, como son la contracción del mercado financiero informal y la mejora de la regulación y supervisión de las instituciones financieras (véase gráfico 1.1).

**Gráfico 1.1:**  
**Las distintas medidas de una reforma financiera**



Todas las medidas de reforma financiera suponen factores de atracción de capital extranjero por la confianza que generan en que en el país que las aplica se está llevando

a cabo un ajuste estructural completo y profundo; pero también porque modifican sustancialmente el mercado financiero interno de dicho país. En primer lugar, la desregulación de los tipos de interés suele traer consigo un crecimiento de los mismos, lo que, una vez abierta la cuenta de capital, puede suponer un motivo de atracción de capital extranjero, sobre todo de capital volátil. Además, la desregulación de los tipos de interés puede dar lugar a una mayor profundidad del mercado financiero interno, lo que, a su vez, atrae capital extranjero (Montiel y Reinhart, 2001). En segundo lugar, el fomento de la competencia puede mejorar la eficiencia del sector financiero interno, así como de otros sectores (que cuentan con mayores y mejores oportunidades de financiación), lo que resulta atractivo para la IED. En tercer lugar, el desarrollo de los distintos mercados financieros, en concreto, de los mercados de acciones y bonos, permite o incluso promueve la entrada de capital en cartera hacia esos nuevos mercados. En cuarto lugar, resulta evidente que la apertura de la cuenta de capital supondrá un factor *pull* para el capital extranjero, por ser una condición necesaria para que éste tenga acceso a los mercados financieros nacionales. Además, la apertura de la cuenta de capital es la segunda de las garantías que Dooley (1999) considera que el gobierno ofrece y que facilitan el arbitraje de los agentes privados<sup>10</sup>. En otras palabras, la apertura no sólo permite la entrada del capital que va en busca de proyectos de inversión, sino también la del capital que entra para ejercitar el arbitraje, protegido por las garantías gubernamentales<sup>11</sup>.

Finalmente, debe hacerse mención a la regulación y supervisión del sistema financiero interno como factor de atracción de capital extranjero. La regulación a la que aquí se hace referencia no son normas discrecionales sobre el destino del crédito, sino normas que las instituciones financieras han de seguir para conservar su “salud” financiera (para no incurrir en los riesgos excesivos que se analizan más adelante). Y por supervisión se entiende un sistema de control institucional para la buena

---

<sup>10</sup> La primera de las garantías señaladas por este autor era, recuérdese, el mantenimiento de un tipo de cambio fijo.

<sup>11</sup> La tercera de las garantías del gobierno es, por supuesto, su función —explícita o implícita— como PUR. Dooley (1999) considera, en cualquier caso, que siempre que el gobierno pierda algo al producirse una crisis financiera, es que dicho gobierno estaba ofreciendo algún tipo de garantía (ya sea sobre las obligaciones de los residentes o sobre el valor del tipo de cambio). Sin duda es un criterio algo laxo para demostrar la existencia de garantías institucionales, pero también bastante razonable.

aplicación de esas normas. Tanto la regulación como la supervisión del sistema financiero interno harán que los inversores extranjeros confíen en el buen funcionamiento del sistema recién liberalizado, lo que fomentará el flujo de capital extranjero hacia dicho sistema. No obstante, ciertas normas de regulación pueden limitar la entrada de capital extranjero, o de algunos tipos de capital extranjero, al tratar de evitar los riesgos financieros derivados de las entradas de capital. Pero estos detalles de cómo la regulación puede actuar en ocasiones como un control de capital a la entrada se encuentran en el capítulo 5.

## **b) Contrastación en la literatura empírica**

La literatura teórica sobre factores *push* y *pull* es relativamente escasa en comparación con la muy abundante literatura empírica que existe sobre el tema. Es por ello que, a pesar de que este capítulo pretende tener un punto de vista teórico, esta nota sobre los estudios empíricos de las causas de las entradas de capital en economías en desarrollo (este apartado b) resulta ser más profusa en referencias y contenidos que el análisis teórico que la precede (apartado a).

¿Qué factores son, a la luz de la observación empírica, más determinantes de las entradas de capital en los países en desarrollo? Como en tantas ocasiones, los resultados de dicha observación empírica son contradictorios: algunos estudios concluyen que los factores externos son los más determinantes de las entradas de capital en las economías en desarrollo, mientras que otros consideran que los factores internos son los más relevantes. Como siempre ocurre, los estudios empíricos difieren unos de otros en la metodología utilizada (desde estudios puramente econométricos hasta observaciones empíricas directas de casos concretos), en la muestra de países analizada, en el período de tiempo considerado, etc. Y de ahí la diversidad de opiniones. Sin pretender, por tanto, alcanzar conclusiones sólidas, se presenta este repaso de los resultados de algunos de los principales estudios al respecto.

Véanse, en primer lugar, algunos estudios en los que los factores externos resultan especialmente explicativos de los flujos de capital a los países en desarrollo. Calvo *et al.* (1992) estudian las causas de los flujos de capital a diez países

latinoamericanos durante el período 1988-91. En este estudio no se observa directamente el comportamiento de los flujos de capital, sino que se utilizan las reservas en divisas y el tipo de cambio de cada uno de los países como *proxies* de dichos flujos. La conclusión a la que se llega es que los factores externos explican entre el 30 y el 60% de las varianzas de los tipos de cambio y de las reservas, dependiendo de qué país se trate.

Sarno y Taylor (1997) prolongan un estudio de Chuhan *et al.* (1993), que se analiza más adelante. Su modelo se centra en la búsqueda de los factores determinantes de la IC estadounidense en algunos países de Asia y otros de Latinoamérica entre 1988 y 1992. Concluyen que los factores externos e internos comparten a partes iguales la responsabilidad de los movimientos a largo plazo de acciones y bonos y los movimientos a corto plazo de acciones; pero que los factores *push* (en concreto, la evolución del tipo de interés estadounidense) son más explicativos que los *pull* de los movimientos a corto plazo de bonos.

Fernández-Arias (1996) estudia la IC en trece países durante el período 1989-93 y observa que los factores externos son la principal causa de los cambios de los flujos de capital (concretamente, la evolución del tipo de interés de EE.UU. explica el 60% de la desviación de los flujos con respecto del nivel de 1989). Una interesante aportación de este estudio es la idea de que es necesario analizar los componentes tanto internos como externos del nivel de credibilidad del país receptor de capital extranjero (entendiendo credibilidad como el valor presente esperado de los recursos disponibles para la realización de los pagos externos). Pues bien, las conclusiones del modelo teórico y del estudio econométrico que de él se deriva son: (1) la credibilidad es un importante factor explicativo del comportamiento de los inversores; (2) la credibilidad depende en buena medida de factores externos, en concreto de los tipos de interés internacionales; (3) las entradas de capital en los países en desarrollo de finales de los años ochenta responden en buena medida a la evolución de esos tipos de interés internacionales, o bien directamente (*asset substitution channel*), o bien indirectamente (*creditworthiness channel*); (4) el hecho de que los factores *push* sean más explicativos que los *pull* indica cierta vulnerabilidad a la evolución de variables fuera del control de los países receptores de capital; pero (5) es posible un *soft-landing* (un “aterrizaje suave” o

ajuste no traumático) ante el crecimiento de los tipos de interés internacionales, siempre y cuando no se dé un empeoramiento de las condiciones internas en paralelo a esa elevación de dichos tipos de interés.

Frankel y Okongwu (1996), cuya muestra se reduce a Argentina, Chile, México, Filipinas y Corea durante el período 1987-94, concluyen que los tipos de interés de EE.UU. han sido un importante determinante de las condiciones financieras de las economías emergentes (tanto de las entradas de IC como de los tipos de interés nacionales).

Montiel y Reinhart (2001) realizan un estudio econométrico sobre una muestra de países de diversas regiones, aunque casi todos ellos latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica y México) y asiáticos (Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia y Sri Lanka), durante el período 1990-96. Concluyen que efectivamente la caída de los tipos de interés internacionales aumentó considerablemente las entradas de capital en todos esos países (más en América Latina que en Asia, no obstante), pero que no afectó a la estructura de los flujos de capital.

Véanse ahora otros estudios que, a diferencia de los anteriores, presentan observaciones en contra de la predominancia de los factores externos sobre los internos. Es el caso, por ejemplo, de Bennett *et al.* (1993) quienes realizan un análisis empírico (aunque no econométrico) de las entradas de capital a seis países: Chile, Colombia, Egipto, México, España y Tailandia. Sus conclusiones al respecto de los factores *push* son las siguientes.

1. Las fluctuaciones en las condiciones externas no pudieron ser la principal causa de las entradas de capital en esos países por dos motivos. En primer lugar, porque dichas fluctuaciones no coincidieron en el tiempo con las entradas de capital y en ocasiones éstas incluso las precedieron. Es más, los cambios en las condiciones de los distintos países emisores de capital no se produjeron tan simultáneamente como la recepción de capital en unas y otras áreas de influencia: el crecimiento económico llegó a un máximo en 1988 en Japón y EE.UU., mientras que en Alemania se alcanzó ese máximo en 1990; además el tipo de interés de EE.UU. cayó a principios de 1989, el de Japón a mediados de

1990 y en Alemania los tipos de interés a corto plazo crecieron continuamente mientras que los tipos a largo cayeron ligeramente en 1991-92. En segundo lugar, porque los cambios en los factores externos no pueden explicar las diferencias del capital entrante entre países dentro de una misma región o las diferencias en el tiempo dentro de un mismo país.

2. De entre los factores *push*, la evolución de los tipos de cambio y de los patrones de comercio ha desempeñado un papel más relevante que la evolución de los tipos de interés internacionales o de las tasas de crecimiento de los países industriales. Por ejemplo, la entrada de España en la CEE (Comunidad Económica Europea) en 1986 creó expectativas de un mayor nivel de comercio con Europa, lo cual empujó capital hacia su interior; México también se benefició de la entrada en el TLC en 1994; y en Tailandia las realineaciones de las monedas a mediados de los ochenta (apreciación del yen y de otras monedas asiáticas) igualmente implicaron un mayor volumen de flujos.
3. El estudio de Bennett *et al.* (1993) concluye, en resumen, que los factores *pull* desempeñaron un papel predominante en la determinación de las entradas de capital en los países de la muestra.

Ghosh y Ostry (1993) coinciden con Bennett *et al.* (1993) en que los factores internos son más determinantes que los externos. De hecho, utilizando datos de numerosos países en desarrollo, muestran que en muchos de ellos los movimientos de capital están determinados en buena medida por los parámetros fundamentales de dichos países.

Chuhan *et al.* (1993) analizan la IC estadounidense en nueve países de América Latina y en otros nueve de Asia durante el período 1988-92. Lo que se observa es que los factores internos explican en torno al 50% de la IC en América Latina, mientras que en Asia oriental resultan hasta tres o cuatro veces más determinantes que los factores externos. Fernández-Arias (1996), cuyas conclusiones se resumieron anteriormente, opina que los resultados de este estudio no son demasiado fiables dado que Chuhan *et al.* (1993) consideran la credibilidad (*creditworthiness*) de un país como un factor *pull*, cuando dicha credibilidad se ve influida tanto por factores internos como externos a la economía en cuestión.

Hernández y Rudolph (1994) estudian una muestra de 22 países en desarrollo durante el período 1986-93. Por una parte, señalan que los países receptores de grandes cantidades de capital presentan unas características internas diferentes de las de los países receptores de poco capital: mayores tasas de ahorro y de inversión; menores niveles de déficit público, de inflación y de deuda; y mayores niveles de reservas y de crecimiento de las exportaciones. Asimismo, los primeros son más estables en el sentido de que tienen menores variaciones de la inflación y del tipo de cambio real y menores índices de riesgo político. Todo ello indicaría que los factores *pull* (más concretamente ciertos resultados de la política económica) son factores determinantes de las entradas de capital en países en desarrollo. Por otra parte, concluyen que los flujos de capital a largo plazo apenas están correlacionados con la evolución de los tipos de interés internacionales, sino con características propias de la economía receptora. Ello hace pensar que la IED no es muy sensible a los factores externos, pero no dice nada sobre si la IC u OI tampoco lo son.

Finalmente, un estudio del Banco Mundial (1997) analiza la IC estadounidense en doce países en desarrollo de Asia oriental y América Latina. Según este estudio la importancia de unos y otros factores ha variado con el tiempo. Si bien el tipo de interés de los EE.UU. fue el principal factor explicativo de los flujos entre 1990 y 1993, desde 1993 y hasta 1995 las características de cada país han resultado más determinantes de la recepción de capital, y sobre todo en Asia oriental.

En resumen, los estudios empíricos al respecto de las causas de las entradas de capital en economías emergentes arrojan resultados contradictorios. Haberlos enumerado aquí sirve al menos para constatar que no todos los estudios concluyen que los factores externos son los más determinantes, sino que muchos de ellos observan que los factores *pull* también desempeñan un papel destacado (y más en Asia oriental que en América Latina). Esto último resulta de especial interés dado que una de las hipótesis secundarias de este trabajo (subhipótesis nº 1) es precisamente que las políticas económicas de corte neoliberal aplicadas en muchas economías emergentes en la década de los ochenta son factores de atracción de capital extranjero, y que así ocurrió en Asia-3.



### c) Síntesis y conclusiones

A la luz de la teoría macroeconómica, tanto los factores externos como los internos pueden desempeñar un papel como causas de las entradas de capital en las economías en desarrollo. Por otra parte, los estudios empíricos no se ponen de acuerdo en cuáles son los más significativos. Quizá convenga hacer algunas reflexiones a la hora de discutir unas y otras causas de las entradas de capital.

En primer lugar, los factores *push* y *pull* no son necesariamente incompatibles. A la vista de la experiencia de los países receptores de capital, se puede concluir que los factores *pull* no pueden explicarlo todo, ya que algunos países han recibido capital muchos años después de llevar a cabo reformas estructurales y otros, en cambio, lo han recibido antes de iniciar las reformas —por ejemplo, Brasil, México, Perú, India o Turquía (Frankel, 1994; Goldstein, 1995; Montiel y Reinhart, 2001)—; y que tampoco pueden hacerlo los factores *push*, ya que los países que más activamente han aplicado las políticas descritas se han llevado porcentajes muy altos de los flujos movilizados —i.e. Argentina, Chile, México, Tailandia, Malasia o Indonesia (Calvo *et al.*, 1993)—. Es más, puede que los factores externos afecten a ciertas características de los flujos, mientras que los internos afecten a otras. Más concretamente, puede ser que los factores externos resulten más determinantes de la cantidad de capital que se pone en circulación y del momento en que ello ocurre, mientras que los factores internos determinen qué países reciben ese capital que se ha puesto en movimiento (Montiel y Reinhart, 2001). Una idea así vacía de sentido el argumento de Bennett *et al.* (1993) según el cual los factores externos no pueden ser los determinantes de los flujos porque no explican que unos países reciban capital y otros no.

En segundo lugar, las salidas de capital pueden estar determinadas por factores distintos a los que determinan las entradas. Por ello se considera que no es del todo válida la idea de que si los factores *push* son los más relevantes las economías en desarrollo son más vulnerables a sufrir un cambio del sentido de los flujos de capital. De hecho, la experiencia mexicana y otras anteriores parecen sugerir que las entradas de capital (y más concretamente el momento y volumen de esas entradas) son muy sensibles a los factores externos, pero que las salidas repentinas de capital (que

provocan las crisis) responden a factores internos. Esos factores internos pueden ser cambios en la política económica que generen crisis de credibilidad con respecto del compromiso anti-inflacionista del gobierno del país receptor; pero también pueden ser el simple mantenimiento de políticas anteriores que, incluso pudiendo haber funcionado previamente como factores *pull* (por ejemplo, un tipo de cambio fijo), se tornen insostenibles a los ojos de los inversores, generándose asimismo una crisis de credibilidad.

En tercer lugar, añádase algo muy obvio. Resulta necesario realizar un análisis empírico caso por caso para determinar las causas de las entradas de capital. Las generalizaciones extraídas de la mera posibilidad teórica y/o de estudios empíricos que utilizan muestras limitadas son siempre arriesgadas. Por ello, más adelante se aborda la cuestión para Tailandia, Malasia e Indonesia. Al defenderse la posibilidad de que en cada caso las causas de las entradas de capital sean distintas, se defiende asimismo que no tiene demasiado sentido el argumento de Bennett *et al.* (1993), por el que los factores externos no pudieron ser relevantes debido a que éstos se produjeron en distintas fechas (por ejemplo, la caída del tipo de interés se produjo antes en EE.UU. que en Japón o en Alemania). Puede ser que los factores causantes de las entradas de capital sean diferentes para cada caso (América Latina, Asia o Europa), con lo que resulta irrelevante el hecho de que los cambios en los factores externos no se produjeran tan simultáneamente como las entradas de capital.

Finalmente, no se debe olvidar que, a los factores externos e internos se suman cuestiones de comportamiento de los agentes privados, que amplifican los efectos de unos y otros factores. Así, cuestiones psicológicas o de información dan lugar a los denominados *bandwagon effects* o los comportamientos de rebaño (*herding*), que “probablemente aumentan las entradas causadas por factores más sustanciales (...). [De hecho,] la mayoría de los gobiernos creyeron, durante al menos alguna etapa de los episodios de entrada de capital, que el volumen de éstos superaba lo que cabría esperar dados los cambios de política o los externos” (Bennett *et al.*, 1993, pág. 10). Se considera que los mecanismos de funcionamiento del sistema financiero internacional (como los *bandwagon effects* o el *herding*) son, sin duda, una parte muy relevante de la historia de las entradas de capital. No obstante, si se pretende centrar el análisis en las

relaciones entre entradas de capital, política económica y crisis, dichos mecanismos no pueden ser estudiados en esta tesis tan profusamente como merecen.

**B. LA GESTIÓN MACROECONÓMICA COMO NECESIDAD**  
**IMPUESTA POR LAS ENTRADAS DE CAPITAL:**  
**VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS DISTINTAS MEDIDAS**

Hasta aquí se ha visto cómo ciertas políticas de corte neoliberal (estabilización macroeconómica, tipo de cambio fijo o semi-fijo, liberalización comercial y reforma financiera) pueden actuar, de acuerdo con teorías y trabajos empíricos al respecto, como factores *pull* del capital extranjero. Además, unas y otras políticas inciden en la estructura de ese capital entrante.

En buena parte de la literatura económica convencional se considera que la recepción de capital extranjero por parte de las economías emergentes es una fuente de beneficios. En primer lugar, porque las entradas de capital permiten cubrir la escasez de ahorro. Los modelos neoclásicos (por ejemplo, el modelo Kemp-MacDougall en MacDougall, 1960) argumentan que los movimientos de capital entre los países ahorradores netos y los países inversores netos se producen por la diferencia entre sus respectivas productividades marginales del capital; y que dichos movimientos conllevan un incremento en el bienestar de ambos países (bajo el supuesto, frecuente en estos modelos, de que el capital recibido no se consume sino que se invierte para cubrir la escasez de ahorro). En segundo lugar, porque la mayor competencia en el mercado financiero interno hace que se eleve la tasa de interés para los ahorradores y que se abarate el coste del capital para las empresas nacionales (Goldstein, 1995). En tercer lugar, porque la entrada de capitales, si es en forma de IED, provee de conocimientos tecnológicos que pueden elevar la productividad en el país receptor.

No obstante, la entrada de capital extranjero también tiene sus inconvenientes en términos de recalentamiento y de fragilidad financiera. Lo que se pretende en este epígrafe es mostrar cómo las entradas de capital pueden desembocar en tales problemas y, a continuación, evaluar la idea de que es muy difícil –si no imposible– acometer una gestión macroeconómica que elimine los riesgos impuestos por las entradas de capital. Es más, se pretende mostrar que algunas políticas económicas pueden resultar no sólo ineficaces sino también contraproducentes.

## **a) Los posibles efectos desestabilizadores de las entradas de capital**

Existen algunos modelos en los que las entradas de capital resultan perniciosas para la economía receptora. Destacan, por ejemplo, los modelos neoclásicos de Johnson (1967) y Bhagwati (1973). En ellos unos flujos de capital motivados por la existencia de aranceles desembocan en una mala asignación de los recursos, ya que facilitan una mayor acumulación de capital en sectores protegidos y no necesariamente eficientes. Algún otro modelo (Krugman, 1993) muestra que los beneficios de las entradas netas de capital pueden ser muy escasos incluso en ausencia de distorsiones preexistentes. En cualquier caso, el análisis no debe detenerse en este tipo de modelos ya que analizan, sobre todo, cuáles son los efectos de las entradas de capital sobre el crecimiento económico. En este trabajo no interesan tanto esos efectos del capital entrante, sino los que pueda tener en términos de inestabilidad macroeconómica y financiera, al margen de la relación de ésta con el crecimiento<sup>12</sup>.

En este trabajo se distinguen dos tipos de efectos de las entradas de capital: el recalentamiento y la fragilidad financiera. El recalentamiento depende del volumen de capital recibido, sea éste del tipo que sea. En cambio, la fragilidad financiera, si bien también tiene relación con la cantidad de capital entrante, asimismo depende de la estructura de éste (de la proporción de capital volátil y de la proporción de capital denominado en moneda extranjera). Más adelante (cuando se trata de vincular las entradas de capital con las crisis financieras) se mostrará cómo, en el marco teórico de los modelos de segunda generación, tanto el recalentamiento como la fragilidad financiera suponen un incremento de la probabilidad de sufrir una crisis.

---

<sup>12</sup> Más adelante se verá que hay modelos de crisis financieras en las que éstas se producen en parte por una desaceleración del crecimiento económico. Así, si las entradas de capital provocasen una merma considerable del crecimiento económico de los países receptores quedarían vinculadas las entradas de capital con las crisis financieras, a través de dicha merma. Pero cuando los modelos neoclásicos se refieren a los perjuicios de las entradas de capital en términos de crecimiento no se refieren a que éste pueda verse reducido al entrar capital, sino a que puede no verse tan potenciado como cabría esperar.

### a.1) El recalentamiento

Por recalentamiento se entiende la aparición de tensiones inflacionistas (aunque sólo sea en sectores concretos, como el sector inmobiliario o el de activos financieros) y/o el deterioro del saldo por cuenta corriente. Conviene detallar la cadena de acontecimientos<sup>13</sup> que parte de las entradas de capital y deriva, en última instancia, en inflación y pérdida de competitividad (véase gráfico 1.2). Una entrada de capital genera un superávit en la balanza por cuenta de capital. En ausencia de un déficit equivalente en la balanza por cuenta corriente, y bajo un régimen de tipo de cambio flexible, el superávit por cuenta de capital supone una caída del tipo de cambio nominal. Si, por el contrario, existe un tipo de cambio fijo<sup>14</sup>, el banco central interviene en el mercado de divisas demandando moneda extranjera para compensar el exceso de demanda de moneda nacional y evitar así la apreciación nominal. Esto supone una acumulación de reservas que, dada la ecuación de balance del banco central  $B=R+C$ <sup>15</sup>, incide en la expansión de la base monetaria. Dicha expansión conduce al crecimiento de los agregados monetarios, lo que se traduce en un crecimiento de la demanda interna (entendida como consumo e inversión públicos y privados). Ese crecimiento de la demanda interna culmina en un deterioro del saldo corriente y/o en inflación (Montiel, 1999).

La expansión de la demanda interna viene acompañada de un incremento del déficit por cuenta corriente si el exceso de demanda es de bienes comercializables, y en crecimiento de la inflación si el exceso de demanda es de bienes no comercializables. En caso de que se produzca inflación, se produce asimismo una apreciación real de la moneda, lo que también incide negativamente sobre el saldo por cuenta corriente. En cualquier caso, la expansión de la demanda produce ciertas tensiones –déficit corriente e inflación– que pueden hacer dudar a los inversores extranjeros de la capacidad del gobierno para mantener el compromiso cambiario (como en algunos de los modelos de crisis financieras que se analizarán en el capítulo 2). Téngase en cuenta, además, que el

---

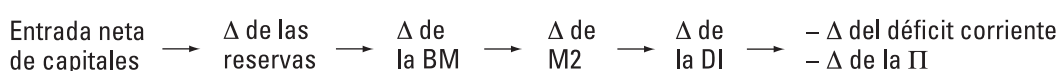
<sup>13</sup> La idea de la cadena de acontecimientos y buena parte de la descripción de la misma proceden de Montiel (1995).

<sup>14</sup> Este trabajo va a centrarse en el caso en que existe un tipo de cambio fijo. Así, todo el análisis que sigue está realizado bajo ese supuesto.

<sup>15</sup> Siendo B la base monetaria, R el nivel de reservas y C el crédito del banco central al sector público y al sector bancario (o crédito interno).

deterioro del saldo por cuenta corriente, síntoma del recalentamiento, es posible gracias a un proceso de liberalización comercial previo. Es decir, que la liberalización comercial puede incidir en una merma de la competitividad, por una parte, porque ofrece confianza al capital extranjero, que, a su vez, favorece el crecimiento del déficit comercial de la economía receptora; y, por otra, porque permite las transacciones comerciales que resultan en ese mayor déficit comercial.

**Gráfico 1.2:**  
**Recalentamiento como consecuencia de las entradas de capital**



**a.2) La fragilidad financiera**

En este trabajo se aplica el término “vulnerabilidad financiera” a los problemas de la economía nacional (sean éstos financieros o comerciales o de cualquier otra índole) que incrementan la probabilidad de que se produzca una crisis. Algunos autores, como Montiel (1999), consideran que el término vulnerabilidad financiera también hace referencia a los problemas que hacen que la crisis, en caso de producirse, sea grave. En este trabajo, que no se encarga tanto de analizar las consecuencias de las crisis como sus causas, se va a dejar de lado esa segunda acepción de vulnerabilidad financiera. Por otra parte, se utiliza el término “fragilidad financiera” para hacer alusión a los problemas de naturaleza financiera<sup>16</sup> que sumen a un país en un estado de vulnerabilidad financiera (en un estado de mayor probabilidad de padecer una crisis financiera).

---

<sup>16</sup> El análisis va a centrarse casi exclusivamente en la fragilidad del sistema financiero privado. Es bien cierto que la fragilidad financiera del sector público también puede ser una consecuencia de las entradas de capital. Si en este trabajo se deja de lado el análisis de la misma es por la existencia de un amplio consenso sobre la escasa importancia del papel desempeñado por el déficit presupuestario o la deuda pública en la generación de crisis financieras en los años noventa. Además, al estudiar los problemas que ciertos parámetros fundamentales estaban presentando antes de las crisis en los países de que se ocupa este trabajo (Tailandia, Malasia e Indonesia), se verá que dichos problemas no eran de naturaleza pública sino privada.

Pues bien, la fragilidad financiera puede aumentar por la entrada de capital en una economía emergente. Las entradas de capital o, más en general, los movimientos transfronterizos de capital “pueden incrementar la magnitud o dificultar la gestión de los riesgos que los bancos normalmente afrontan en sus actividades internas” (Johnston y Ötoker-Robe, 1999, pág. 8). En otras palabras: los bancos nacionales se ven expuestos a mayores riesgos por el hecho de estar intermediando capital extranjero<sup>17</sup> y no sólo capital nacional. Dichos riesgos se pueden clasificar (también según Johnston y Ötoker-Robe, 1999) en: riesgos de crédito, riesgos de mercado y riesgos de liquidez (véase gráfico 1.3). Y todos esos riesgos constituyen la fragilidad financiera.

Los denominados riesgos de crédito vienen dados por la exposición de los bancos comerciales a un incumplimiento de contrato (por ejemplo, cuando un préstamo concedido por un banco comercial queda impagado). Hay muy diversos riesgos de crédito propios de las transacciones de capital transfronterizas (véase Johnston y Ötoker-Robe, 1999). Este trabajo va a centrarse en el problema de la sobreintermediación financiera que las entradas de capital pueden tener asociada. La sobreintermediación financiera consiste simplemente en que el capital intermediado en el sistema bancario es excesivo: los bancos toman demasiado capital de los agentes prestamistas (más aún por estar disponible el capital extranjero) y lo canalizan hacia el sistema económico nacional mediante un crédito excesivo. Varios autores muestran este proceso. Por ejemplo, McKinnon y Pill (1997) desarrollan un modelo en el que el gobierno lleva a cabo un paquete de reformas económicas que hace que aumenten las expectativas de rentabilidad de los proyectos para los que los bancos pueden prestar. En un contexto de desregulación financiera interna y apertura de la cuenta de capital, ello deriva en un *boom* de crédito gracias al acceso al capital extranjero. Asimismo, Mishkin (1998) explica que las entradas de capital motivan el deterioro de los

---

<sup>17</sup> Se está asumiendo de forma implícita que los bancos actúan como intermediarios del capital entrante, lo cual en principio no tendría por qué ocurrir necesariamente, pues los agentes nacionales (particulares y empresas) podrían estar obteniendo el capital directamente de los agentes extranjeros, sin que este capital pasase por el sistema financiero interno. No obstante, en la práctica la intermediación de los flujos de capital extranjero se produce tenga la forma que tenga el capital entrante, dado que incluso la inversión en un activo no financiero suele requerir el uso de un depósito bancario previo al pago de ese activo. En otras palabras, incluso cuando los agentes toman prestado directamente del exterior también depositan el capital obtenido en el sistema financiero, con lo que aumenta la intermediación financiera (Calvo *et al.*, 1993; Goldstein, 1995).



balances bancarios dado que permiten la concesión, por parte de los bancos nacionales, de grandes cantidades de crédito.

Este *boom* de crédito, observable en el crecimiento de los agregados monetarios (entre otras variables), es parte de la cadena de acontecimientos que lleva al recalentamiento, como ya se ha explicado anteriormente. Pero también incrementa la probabilidad de que se produzcan impagos por parte de los agentes prestatarios de los fondos intermediados, lo que supone un mayor riesgo de crédito (Montiel y Reinhart, 2001). La razón de que el *boom* de crédito aumente las probabilidades de impago es por la escasa calidad de las inversiones a las que se suele destinar ese crédito. McKinnon y Pill (1997) explican que, dadas ciertas circunstancias, los bancos no atienden suficientemente a la calidad de los proyectos para los que se está prestando. Mishkin (1998) también señala que el *boom* de crédito alimentado por las entradas de capital suele destinarse a actividades de dudosa productividad y de alto riesgo (consumo o inversiones arriesgadas o poco rentables).

¿Por qué, ante la existencia de más capital en el sistema económico, los bancos captan ese capital y lo prestan descuidadamente, si con ello incurren en un riesgo excesivo? Es decir, ¿qué circunstancias son las que conducen a la asunción de un riesgo de crédito excesivo? En primer lugar, destaca la gran cantidad de autores (Calvo *et al.*, 1993; Montiel y Reinhart, 2001; McKinnon y Pill, 1997; etc.) que consideran que la respuesta a tal pregunta es que son las garantías institucionales, explícitas o implícitas, reales o percibidas, las que favorecen la sobre-intermediación (y por tanto, el sobre-endeudamiento y el *boom* de crédito para inversiones poco seguras o para consumo). En segundo lugar, suele señalarse que la incertidumbre es otro factor explicativo de la toma excesiva de riesgo (McKinnon y Pill, 1997): si se conociera con exactitud la rentabilidad de los proyectos para los que se presta, no se incurriría en sobre-intermediación financiera. Un tercer factor es la falta de experiencia de los agentes financieros, cuando la liberalización financiera es un fenómeno reciente. En cuarto lugar, la falta de regulación y supervisión del sistema bancario es asimismo un factor explicativo del sobre-endeudamiento y el *boom* de crédito (McKinnon y Pill, 1997). De ahí que la principal respuesta a las entradas de capital, para evitar la

escalada de la fragilidad financiera, sea el desarrollo de sistemas de regulación y supervisión, como se verá enseguida.

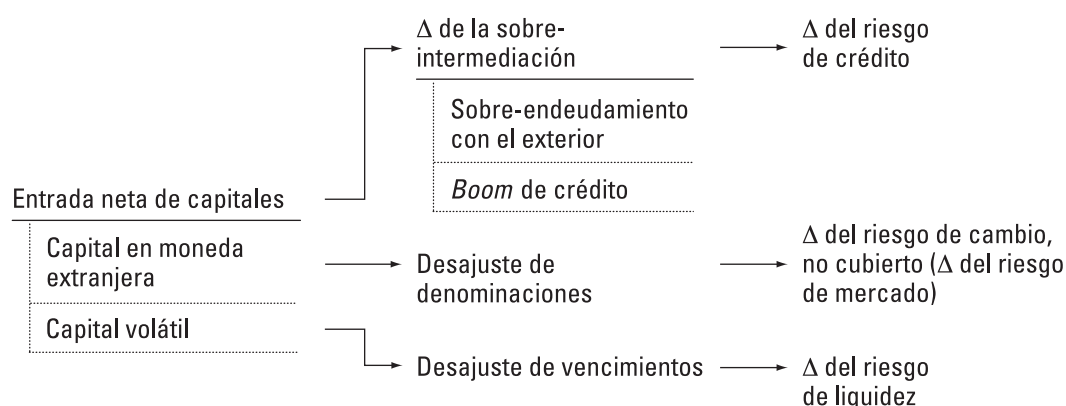
Con respecto a los riesgos de mercado, éstos derivan de la posibilidad de que los bancos sufran pérdidas como consecuencia de movimientos de los precios que modifiquen el valor de mercado de sus activos y pasivos. Algunos riesgos de mercado se agravan con los movimientos transfronterizos de capital, como, por ejemplo, el riesgo de que se produzcan pérdidas por modificaciones del tipo de cambio (riesgo de cambio), en el que este trabajo va a centrarse.

Los bancos quedan expuestos al riesgo de cambio si no lo cubren adecuadamente. Los motivos de que no se cubra el riesgo de cambio son similares a los que explican la asunción de un excesivo riesgo de crédito: la existencia de garantías institucionales que protejan a las instituciones financieras de eventuales pérdidas, la existencia de incertidumbre, la falta de regulación y supervisión del sistema bancario (McKinnon y Pill, 1999) y la falta de experiencia de las instituciones financieras. Una de las formas que pueden adoptar las garantías institucionales es la del compromiso de las autoridades monetarias con un tipo de cambio fijo (Dooley, 1999). Es por ello —porque el tipo de cambio fijo actúa como garantía verosímil— que ante su existencia se tiende a no cubrir el riesgo cambiario. Así, el tipo fijo, por una parte, reduce efectivamente la prima de riesgo de cambio que los agentes descuentan del tipo de interés nacional, por lo que aumenta la entrada de capital, lo que trae consigo un incremento de la fragilidad financiera por diversas vías; y, por otra parte, fomenta la no cobertura del riesgo de cambio, lo que asimismo supone el crecimiento de la fragilidad financiera.

El riesgo de liquidez consiste en la posibilidad de que los bancos no sean capaces de reducir sus pasivos o incrementar sus activos a un coste razonable. El coste será mayor cuanto mayor sea el desajuste entre los vencimientos de los pasivos y los activos. Este riesgo puede existir en ausencia de entradas de capital, dado que uno de los servicios que habitualmente ofrecen los intermediarios financieros es precisamente el de la transformación de vencimientos. Goldfajn y Valdés (1997), por ejemplo, presentan un modelo en el que la transformación de vencimientos por parte de los

intermediarios financieros desempeña un papel central en el incremento del riesgo de liquidez, y por tanto, en el incremento de la fragilidad financiera (y, en su modelo, en último término, en el estallido de crisis gemelas –una crisis bancaria más una crisis cambiaria–). Pero además, las entradas de capital, al favorecer la sobre-intermediación financiera, hacen que el riesgo de liquidez sea mayor que en ausencia de esas entradas.

**Gráfico 1.3:**  
**Fragilidad financiera como consecuencia de las entradas de capital<sup>a</sup>**



a: Los elementos rodeados de línea discontinua son partes del elemento subrayado con línea continua que se encuentre sobre ellos.

## b) Las respuestas de política económica

Se han señalado dos motivos por los que responder con acciones de política económica a las entradas de capital extranjero: el peligro de sufrir un recalentamiento de la economía y el peligro de que se genere fragilidad en el sistema financiero interno. Pero en favor de una mayor precisión se deberían matizar un par de cuestiones. En primer lugar, al decir que las entradas de capital implican retos de política económica no se está siendo muy riguroso: la entrada de capital (más en general, los movimientos de la cuenta de capital) no es una variable exógena, sino que puede estar motivada por diversos factores, a cada uno de los cuales convendría responder con una diferente combinación de políticas (Montiel, 1999; Bennett *et al.*,

1993). Es decir, la respuesta de política económica no es una respuesta a las entradas de capital, sino a sus causas.

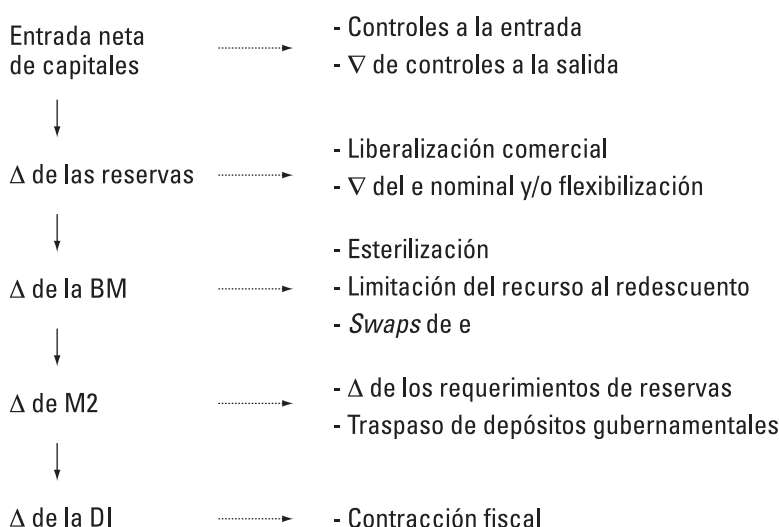
En segundo lugar, si la entrada de capital —o más bien, lo que la provoca— supone un reto de política económica es porque hay una distorsión previa en la economía receptora del capital. En la práctica esta distorsión suele ser algún tipo de rigidez de precios (por ejemplo, un tipo de cambio fijo que se pretende mantener) o el mal funcionamiento del sistema financiero interno (que, por ejemplo, asignará de forma inadecuada los recursos venidos del exterior). Si no existiera ninguna distorsión previa, las entradas de capital conducirían a unos u otros ajustes en la economía receptora, pero sin provocar problemas de recalentamiento ni de fragilidad financiera. Por ello, las entradas de capital no acarrearán por sí mismas, sino combinadas con distorsiones preexistentes, la necesidad de aplicar ciertas medidas de política económica.

En cualquier caso, el hecho es que resulta frecuente que se apliquen medidas para tratar de paliar los efectos de las entradas de capital antes de que haya dado tiempo a evaluar sus causas (y son esas medidas las que, a continuación se analizan); así como resulta frecuente (si no inevitable) que existan distorsiones de algún tipo en la economía receptora que dificulten la asimilación del capital extranjero por el mercado nacional. Por ello, cabe pasar a analizar las políticas de respuesta a las entradas de capital, olvidando la imprecisión conceptual en que se pueda estar incurriendo al hablar de “políticas de respuesta a las entradas de capital”.

En primer lugar (desde el apartado b.1 hasta el b.5) se analizarán las medidas de política económica destinadas a evitar el recalentamiento. Montiel (1995 y 1999) propone una forma de clasificar dichas medidas que para este trabajo se considera muy adecuada. Una vez descrita la cadena de acontecimientos que transforma las entradas de capital en pérdidas de competitividad y/o tensiones inflacionistas, clasifica las políticas económicas en función de que estén destinadas a romper uno u otro eslabón de dicha cadena de acontecimientos. Si se describe detalladamente esa cadena (como él hace y como se trata de hacer aquí) cualquier política económica encaminada a evitar

el recalentamiento tiene cabida en la clasificación<sup>18</sup>. Véase el siguiente gráfico (gráfico 1.4) que relaciona la cadena de acontecimientos descrita con las políticas que se pueden aplicar para romper cada uno de los eslabones de dicha cadena.

**Gráfico 1.4:**  
**Políticas para romper los eslabones de la cadena que conduce al recalentamiento<sup>a</sup>**



a: Las flechas de puntos señalan las políticas necesarias para combatir el elemento del que parte cada una de esas flechas.

En segundo lugar (apartado b.6) se estudiarán las políticas encaminadas a combatir la aparición de fragilidades en el sistema financiero interno. Se verá que muchas de ellas son medidas utilizadas también para evitar el recalentamiento, pero al analizarlas como armas contra el recalentamiento se habrán omitido los efectos de las mismas sobre la estructura del capital entrante (ya que lo que afecta al recalentamiento no es tanto la estructura del capital como su volumen). Los efectos de esas políticas sobre la estructura del capital será lo que se aborde al estudiar las medidas que se pueden tomar en contra de la aparición de fragilidad financiera.

<sup>18</sup> Bennett *et al.* (1993) utilizan otra clasificación: políticas macroeconómicas (restricción fiscal, esterilización y apreciación nominal); y políticas microeconómicas (liberalización comercial, liberalización financiera y controles de capital). Cabe opinar que siguiendo el criterio de Montiel se obtiene una clasificación más ordenada de las medidas de política económica, por lo que será el que aquí se utilice.

## **b.1) Políticas para reducir la entrada neta<sup>19</sup> de capital extranjero**

En este apartado van a revisarse las ventajas e inconvenientes de las dos medidas de política económica que más frecuentemente se utilizan para romper el primer eslabón de la ya descrita cadena de acontecimientos que vincula las entradas de capital con el recalentamiento. Éstas son, en primer lugar, los controles a la entrada de capital, entendidos aquí como instrumentos para limitar el volumen del capital entrante (los controles como herramientas para alterar la composición de dicho capital entrante se analizan entre las políticas para evitar la fragilidad financiera); y, en segundo lugar, la reducción de las restricciones a la salida del capital.

### **Controles a la entrada de capital**

A pesar de que ello suponga cierta irregularidad en la estructura de este capítulo, se ha decidido trasladar el análisis detallado de los controles a la entrada del capital al capítulo sobre implicaciones de política económica (capítulo 5). En dicho capítulo, como se verá más adelante, se analizan con cierto detenimiento tres cuestiones: la elección de régimen cambiario, la imposición de controles de capital (sobre todo, a la entrada) y el establecimiento de un sistema de regulación y supervisión financiera. La necesidad de que el estudio detallado de esos tres elementos se deje para el capítulo sobre implicaciones de política económica descansa en lo siguiente. (1) La importancia que, tras el estallido de las crisis asiáticas, han cobrado estas tres cuestiones en la literatura especializada. Y (2) el hecho de que son los tres elementos de política económica más relevantes de la argumentación de este trabajo: la elección de régimen cambiario y la mayor o menor apertura de la cuenta de capital inciden con especial intensidad en el volumen y estructura de las entradas de capital; y la elección correcta de régimen cambiario, un uso razonable de los controles de capital y la imposición de un buen sistema de regulación y supervisión son las tres

---

<sup>19</sup> Se entiende aquí por “entrada neta” la diferencia entre los ingresos por la contracción de pasivos con el extranjero y los pagos por la adquisición de activos en el extranjero. Como ya se dijo en la introducción, esta acepción de “entradas netas” será válida para el resto del texto, con la excepción de las partes del mismo en que se describen las entradas de capital en Asia-3. En ese punto (capítulo 3) se explicará qué otra acepción de “entradas netas” es posible y por qué se ha elegido esa otra acepción para la descripción del caso de esos países.

herramientas potencialmente más eficaces para evitar la aparición de los problemas que en esta tesis redundan en el estallido de una crisis financiera.

En cualquier caso, y para no dejar este importante apartado en blanco, baste quizá con enumerar aquí las ventajas e inconvenientes que se analizan en detalle más adelante; y con ofrecer una conclusión preliminar sobre cómo parece que los controles a la entrada pueden, al menos temporal o parcialmente, cumplir con su misión de romper el primer eslabón de la cadena que conduce al recalentamiento.

Las ventajas que en el capítulo 5, epígrafe B, se detallan son las siguientes. En primer lugar, su flexibilidad: los controles de capital a la entrada son fáciles y rápidos de aplicar y de retirar. En segundo lugar, los controles de capital traen consigo una más eficiente asignación de recursos que la total movilidad del capital cuando existen distorsiones previas a la imposición de los mismos (teoría del segundo óptimo). En tercer lugar, los controles, en función del teorema de Mundell-Fleming que se analiza más adelante, permiten tener independencia de política monetaria junto con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo. En cuarto lugar —y esto es de especial interés para esta tesis—, los controles a la entrada de capital son la mejor herramienta para romper el primer eslabón de la cadena de acontecimientos que conducen al recalentamiento (gráfico 1.2). Así, si funcionan correctamente, permiten evitar los costes que acarrearán las demás armas contra el recalentamiento, que se analizan a continuación; a la vez que logran el objetivo de mantener ciertos niveles de competitividad.

Los principales inconvenientes de los controles de capital, que asimismo se explican en el capítulo 5, epígrafe B, serían los siguientes. En primer lugar, los controles eliminan el efecto disciplinario sobre la política económica que se supone que tiene la libre movilidad del capital. No obstante, se verá que este efecto disciplinario no siempre es tan deseable como algunos autores presuponen. En segundo lugar, los controles impiden que los movimientos de capital equilibren la balanza de pagos ante la ocurrencia de un *shock* adverso. No obstante, la movilidad del capital no siempre desempeña bien esa función equilibradora, con lo que los controles de capital no suponen tanto perjuicio. En tercer lugar —y éste es, según algunos, uno

de los principales inconvenientes de esta medida—, los controles impiden que se produzca una óptima asignación de los recursos financieros. Pero, como ya se ha comentado, permiten alcanzar un segundo óptimo ante la existencia de distorsiones irremediables en la economía en cuestión. En cuarto lugar, ciertos autores consideran que los controles de capital no pueden presentar ventajas por el hecho (empírico) de que no son eficaces, dadas las dificultades de su diseño, la no factibilidad de su imposición y/o la evasión de los mismos. Finalmente, los controles de capital, si se quiere evitar el recalentamiento, han de afectar a la entrada neta total de capital, y no sólo a su composición, con lo que pueden implicar la limitación de las entradas de capital beneficioso para la economía en cuestión.

### **Reducción de las restricciones a la salida de capital**

Además de mediante los controles de capital a la entrada, se podría evitar el crecimiento de las entradas netas de capital eliminando o reduciendo las restricciones a la salida del capital. La idea es que así se promueve dicha salida de capitales, de manera que, permaneciendo las entradas brutas constantes, se reducen las entradas netas. La reducción de las restricciones a la salida puede producirse mediante muy diversas medidas de política económica, como son, por ejemplo, el permiso a los residentes e instituciones nacionales para realizar inversiones en cartera en el exterior o la relajación de las restricciones a la repatriación de beneficios y capital de las empresas extranjeras (Bennett *et al.*, 1993).

Una supuesta ventaja de la reducción de los controles a la salida es que puede facilitar un incremento de la eficiencia del mercado financiero interno, gracias al incremento de la competencia que se produciría como consecuencia de dicha medida. Además, permite que los residentes reduzcan el riesgo de sus inversiones mediante el acceso a activos extranjeros y la consiguiente diversificación de sus carteras (Bennett *et al.*, 1993). Finalmente, la relajación de los controles a la salida del capital facilita a los exportadores la gestión de sus cobros y sus gastos, gracias a que pueden mantener sus ganancias en el mercado de exportación en lugar de en su país de origen (Lee, 1996).



Un primer inconveniente que se puede señalar es que la eliminación de controles a la salida no puede aplicarse en cualquier momento. La literatura sobre la forma de secuenciar las medidas de ajuste estructural indica que mientras no se haya logrado cierta estabilización fiscal, los impuestos que se recaudan gracias a la represión financiera resultan necesarios para alcanzar dicha estabilización fiscal. Si no se cuenta con la represión financiera, se ha de recurrir a una mayor inflación para financiar el déficit presupuestario, lo cual es más costoso en términos de eficiencia que el mantenimiento de los controles a la salida del capital (McKinnon y Mathieson, 1981). Así, países en los que no se haya logrado cierto equilibrio fiscal, la relajación de los controles a la salida puede resultar más costosa que beneficiosa en términos de estabilización.

Un segundo inconveniente de esta medida (quizá más relevante) es que su eficacia es muy limitada. En primer lugar, sólo será eficaz si las restricciones que se eliminan efectivamente estaban conteniendo las salidas de capital, lo cual no es necesariamente la norma. Y en segundo lugar, la retirada de los mismos puede que no consiga reducir las entradas netas de capital o puede incluso incrementar dichas entradas netas mediante la atracción de nuevos flujos de capital. Hay varias explicaciones posibles de cómo la reducción de las restricciones a la salida del capital atrae nuevos flujos de capital. Por una parte, el modelo de Labán y Larraín (1993) presenta el siguiente argumento. La eliminación de restricciones a la salida del capital (entendida como una reducción del período mínimo previo a la repatriación del capital) reduce la irreversibilidad de la inversión. Siendo las inversiones más reversibles, deja de tener sentido esperar a que disminuya la incertidumbre sobre las normas que puedan afectar a la inversión extranjera en el país receptor. Así, se producen mayores entradas brutas de capital extranjero que evitan la caída de las entradas netas. Por otra parte, Bartolini y Drazen (1997) desarrollan un modelo en el que, cuando existe incertidumbre sobre el comportamiento futuro del gobierno, una liberalización de las salidas del capital emite una señal favorable sobre las políticas futuras, que detona una entrada de capital. En concreto, formalizan el caso (muy frecuente, por otra parte) en que los controles de capital a la salida se mantienen por razones fiscales (para permitir una mayor recaudación derivada de la represión financiera). Por ello, los inversores interpretan su eliminación como una señal de salud

presupuestaria que permitirá que en el futuro no se vuelvan a establecer los controles ni otras formas de imposición sobre el capital. Dicha señal, por supuesto, atrae capital extranjero<sup>20</sup>.

Otra forma de promover las salidas de capital, más allá de la mera apertura de la cuenta de capital, es mediante la intervención en el mercado de divisas *forward*. Las autoridades pueden garantizar un tipo de cambio *forward* a los residentes, de forma que se cubre el riesgo de cambio de las inversiones en el exterior. La ventaja de esta medida es que puede ser más eficaz que la eliminación de restricciones a la salida, pero tiene el inconveniente de que supone un importante riesgo para el banco central, además de una reducción de sus beneficios (al igual que las operaciones de *swap* que se estudian más adelante). Finalmente, puede ocurrir que esta medida derive en la existencia de un tipo de cambio múltiple, lo cual está prohibido por el Convenio Constitutivo del FMI (Lee, 1996).

### **Contrastación en la literatura empírica**

Cabe preguntarse si todos esos inconvenientes que en teoría pueden presentar estas medidas de política económica tienen algún sentido a la luz de la experiencia de las últimas décadas.

Al igual que con la discusión teórica sobre los controles a la entrada del capital, los detalles de la investigación empírica se presentan en el capítulo 5, epígrafe B. Baste aquí con señalar que, quizá por cuestiones metodológicas, los resultados que arrojan los estudios empíricos son contradictorios. Unos trabajos consideran que los controles efectivamente reducen las entradas de capital y otros que no tanto. En cualquier caso, puede concluirse que, aunque sea temporalmente, los controles pueden ser eficaces en su limitación del recalentamiento, aunque (como se verá) suelen serlo más en su limitación de la fragilidad financiera.

---

<sup>20</sup> El modelo de Bartolini y Drazen (1997), según ellos mismos afirman, podría extenderse a casos en los que el motivo del establecimiento de los controles fuera otro que la represión financiera, como por ejemplo el mantenimiento de un régimen cambiario.

Con respecto a la eficacia de la eliminación de las restricciones a la salida del capital, los estudios empíricos tampoco alcanzan ningún consenso. Para este trabajo resultan de especial interés los estudios empíricos que muestran casos en los que la reducción de controles a la salida ha sido contraproducente. Por ejemplo, Williamson (1991) señala que ese fue el caso en Gran Bretaña en 1979, en Nueva Zelanda en 1984 y en Yugoslavia en 1990; Labán y Larraín (1993) consideran que así ocurrió en Chile a principios de los años noventa; y Bartolini y Drazen (1997) presentan algunos otros ejemplos, tanto de países industriales como de países en desarrollo, en los que tras la eliminación de las restricciones a las salidas del capital se produjeron entradas de capital adicionales.

## **b.2) Políticas para restringir el crecimiento de las reservas**

Se analizan aquí dos formas de evitar que las entradas de capital redunden en un crecimiento excesivo de las reservas internacionales. Por una parte, la liberalización comercial; y, por otra, la apreciación nominal de la moneda y/o la flexibilización del tipo de cambio.

### **Liberalización comercial**

Ya se vio que las entradas netas de capital, bajo un régimen de tipo de cambio fijo, implican un crecimiento de las reservas en divisas. El objetivo de liberalizar el comercio con el exterior sería favorecer el deterioro del saldo corriente, de forma que dicho deterioro compensara los efectos sobre las reservas en divisas de las entradas de capital.

Se podría argumentar que no tiene sentido procurar evitar el recalentamiento de la economía, y el consiguiente deterioro del saldo corriente, mediante la liberalización comercial, dado que el objetivo de ésta es limitar el crecimiento de las reservas precisamente a través de la generación de un deterioro del saldo corriente. No obstante, si se puede considerar esta medida como aceptable es porque, aunque efectivamente atenta contra la competitividad del país que la aplique (en caso de ser eficaz, se entiende), (1) lo salva de las presiones inflacionistas que llegar al final de la

cadena de acontecimientos puede suponer; y (2) aísla al sistema bancario de las entradas de capital, evitando así el incremento de la fragilidad financiera.

En cualquier caso, resulta que, desde un punto de vista teórico, los efectos de la liberalización comercial sobre el saldo corriente son ambiguos. En otras palabras: la liberalización comercial no trae consigo necesariamente un deterioro del saldo corriente, sino que puede tener el efecto contrario. Resulta evidente que es posible el caso en que la mayor apertura comercial provoca un incremento de la demanda de importaciones, generándose por tanto el efecto deseado (un deterioro del saldo corriente que contrarreste los efectos sobre las reservas de la mejora en el saldo por cuenta de capital). Pero véase, a modo de ejemplo, un caso en el que la liberalización tiene el efecto contrario al deseado. Imagínese un país en el que los bienes comercializables son más intensivos en bienes intermedios y en capital que los no comercializables. Si dicho país reduce los aranceles sobre los bienes intermedios –lo que es frecuente en los países en desarrollo–, puede que se produzca una expansión de los sectores de bienes comercializables, con lo que el saldo comercial mejoraría (Ostry, 1990; Montiel, 1995). Lo que puede ocurrir, en otras palabras, es que el mayor acceso a bienes intermedios mejore la competitividad de las exportaciones, beneficiándose de ello el saldo corriente. Que la liberalización de la importación de bienes intermedios redunde en un deterioro o en una mejora del saldo corriente dependerá de numerosos factores: en primer lugar, de las características de la economía nacional –peso relativo de los bienes no comercializables, intensidad factorial de los distintos sectores, rigidez del mercado laboral, política fiscal...– y, en segundo lugar, de la naturaleza del programa de liberalización –estructura arancelaria, expectativas sobre su evolución...– (Ostry, 1990).

Por otra parte, si se dan las circunstancias por las que la liberalización comercial genera una mejora del saldo corriente, se produce un crecimiento de las reservas aún mayor al que se produciría en ausencia de esta medida. Dicho mayor crecimiento de las reservas redundaría en un aumento de la confianza de los agentes extranjeros en el mantenimiento del tipo de cambio fijo, lo que, como se analizó en el epígrafe A, puede atraer aún más capital, sobre todo capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio.

## **Apreciación nominal y/o flexibilización del tipo de cambio**

Una vía alternativa a la liberalización comercial para lograr un deterioro del saldo corriente –que contrarreste los efectos sobre las reservas de las entradas de capital– es permitir la apreciación nominal de la moneda nacional, o bien reduciendo el tipo de cambio nominal (pero sin modificar el régimen cambiario), o bien flexibilizando el tipo de cambio (lo que supone un alejamiento del régimen de tipo de cambio fijo). Además, dado que las reservas se elevan porque las autoridades compran divisas para evitar la caída del tipo de cambio, si se flexibiliza totalmente el régimen cambiario deja de ser necesaria la compra de divisas, con lo que se frena el crecimiento de las reservas.

Si ninguna de las medidas en contra del recalentamiento fuera eficaz el resultado de las entradas de capital sería, como se indicó anteriormente, la aparición de presiones inflacionistas y la consiguiente apreciación real de la moneda nacional. Cabe preguntarse por qué es preferible la apreciación nominal a la apreciación real, si ambas redundarían en un deterioro de la competitividad del país. La respuesta, como en el caso de la liberalización comercial, es que con la apreciación nominal se evitan las tensiones inflacionistas que están implícitas en la apreciación real. Y el ajuste de la economía ante las entradas de capital resulta más costoso si se realiza a través de la inflación que si se realiza a través de la variación del tipo de cambio.

Véanse ahora algunos de los inconvenientes de la apreciación nominal. En primer lugar, puede ser que el compromiso cambiario no sea lo suficientemente flexible como para permitir cierta apreciación de la moneda, de forma que ésta no pueda darse sin un abandono del régimen de tipo de cambio fijo. En segundo lugar, cuando la apreciación es posible, puede provocar una pérdida de confianza de los agentes extranjeros en el compromiso anti-inflacionista del gobierno (Bennett *et al.*, 1993; Montiel, 1995). La apreciación puede ser percibida por los inversores como un signo de abandono de la determinación gubernamental de luchar contra la inflación. Aun cuando el ajuste del tipo de cambio es anti-inflacionista (apreciación nominal) los inversores pueden interpretarlo como un signo de que el compromiso cambiario no es inmutable, con lo que se espera que, en circunstancias opuestas, en lugar de la

apreciación, el gobierno permita la depreciación (que es inflacionista). Esto puede ser una ventaja si lo que se trata es evitar las entradas de capital, pero no tanto si lo que se trata de evitar son sus efectos negativos, aprovechando los positivos. Y finalmente, la apreciación nominal puede suponer un importante coste en términos de asignación de recursos: en un primer momento, se producirá una desviación de recursos hacia los sectores no comercializables y, más adelante, cuando los capitales extranjeros dejen de entrar, habrá de invertirse la transferencia de recursos. Además el sesgo contrario a los sectores de bienes comercializables que se genera gracias a la apreciación hace que se eleven las expectativas de devaluación o, dicho de otra forma, hace que el tipo de cambio sombra quede por encima del tipo de cambio oficial (utilizando la terminología de Montiel, 1995, pág. 17, que luego se verá que es frecuente en los modelos teóricos sobre crisis financieras).

Una ventaja propia de la flexibilización es que con ella se evita la suspicacia de los inversores. Al establecerse una banda de fluctuación más ancha, se incrementa el margen de maniobra de las autoridades monetarias, que podrán ajustar el tipo de cambio a los movimientos de capital sin que ello provoque la desconfianza de los inversores (Lee, 1996). Así, es menos probable que dejen de entrar capitales por que los inversores desconfíen del compromiso anti-inflacionista del gobierno.

No obstante, una banda amplia puede tener el efecto contrario sobre la confianza de los inversores, en el sentido de que puede generar expectativas de que el gobierno vaya a utilizarla para devaluar (con intención de mejorar la competitividad del país) en vez de para facilitar la apreciación (más acorde con el objetivo anti-inflacionista). Además, la ampliación de la banda de fluctuación puede resultar desestabilizadora para la economía en la medida en que los inversores normalmente anticipan los cambios en la paridad, generándose importantes movimientos (de salida o entrada) de capital (Lee, 1996). De hecho, si la flexibilización del tipo de cambio es mucha pueden aparecer todos los inconvenientes específicos de los tipos de cambio flotantes, que se detallan en el epígrafe A del capítulo 5.

## **Contrastación en la literatura empírica**

Nash y Thomas (1991) muestran que la posibilidad de que la liberalización comercial mejore el saldo comercial es bastante más que una curiosidad teórica, mediante un estudio de diversos países en desarrollo, en los que la apertura comercial no condujo a un deterioro del saldo corriente.

Por otra parte, estudios de casos concretos, como el de Bennett *et al.* (1993), concluyen que la liberalización comercial no suele acentuarse en respuesta a las entradas de capital, sino que suele formar parte de programas más amplios de ajuste estructural, aplicados normalmente con anterioridad a dichas entradas. Algunos países que sí que han utilizado la liberalización comercial *ad hoc* para evitar el recalentamiento han sido, por ejemplo, Colombia y México (Bennett *et al.*, 1993).

La apreciación nominal se produjo, durante los años noventa, en países como Chile, Colombia, México, España (dentro de la muestra de Bennett *et al.*, 1993), Corea o Filipinas (Montiel, 1999). Algunos de estos países (Chile y Colombia) además flexibilizaron sus regímenes cambiarios. La literatura empírica no es demasiado concluyente en ninguno de estos casos. No obstante, no parece arriesgado considerar que la apreciación nominal de la moneda o su flexibilización han sido medidas débiles, en el sentido de que aun cuando han tenido los efectos deseados (deterioro del saldo corriente y/o limitación de las entradas de capital) éstos rara vez han sido suficientes como para contrarrestar el efecto de unas masivas entradas de capital sobre la cantidad de reservas internacionales del país en cuestión.

### **b.3) Políticas para evitar el incremento de la base monetaria**

En este apartado se aborda el estudio de tres medidas destinadas a evitar que el crecimiento de las reservas se traduzca en un incremento excesivo de la base monetaria. En primer lugar, se analiza una de las políticas de respuesta a las entradas de capital más utilizadas por los países en desarrollo, pero que es también una de las más controvertidas: la esterilización (entendida, como se verá, en sentido “más que

estricto”). En segundo lugar, se estudia la limitación del recurso al redescuento del banco central. Y, finalmente, los *swaps* de tipo de cambio.

### **Esterilización (operaciones de mercado abierto)**

La esterilización en un sentido estricto es el proceso por el cual se compensa el crecimiento de las reservas para dejar inalterada la base monetaria. Dicho proceso se realizaría, o bien mediante operaciones de mercado abierto, es decir, cambiando bonos —en vez de dinero— por divisas (se compran divisas para contrarrestar el exceso de demanda de moneda local y a la vez se emiten bonos para evitar el efecto del crecimiento de las reservas sobre la base monetaria); o bien mediante otras políticas, como la limitación del redescuento del banco central o los *swaps* de tipo de cambio. En muchas ocasiones (por ejemplo, en Bennett *et al.*, 1993; o en Esaka y Takagi, 2001) se habla de esterilización en un sentido más amplio, según el cual la esterilización es el proceso por el cual se compensa el crecimiento de las reservas para dejar inalterada la oferta monetaria<sup>21</sup>. La esterilización entendida en este sentido incluiría —además de la emisión de bonos, la limitación del redescuento del banco central y los *swaps* de tipo de cambio— el incremento de los requerimientos de reservas, el traspaso de depósitos gubernamentales al banco central y los controles cuantitativos del crédito, entre otras medidas. En este trabajo se va a utilizar el término esterilización en un sentido más que estricto. El término esterilización va a referirse exclusivamente a las operaciones de mercado abierto. Así se podrá diferenciar con más precisión los efectos de todas y cada una de las medidas que normalmente se engloban bajo el término esterilización. Cuando el trabajo se refiera a la esterilización en un sentido más amplio (incluyendo, por tanto, las demás medidas de control del crecimiento de la base y/u oferta monetaria) se indicará explícitamente.

Una primera, e importante, ventaja de la esterilización (operaciones de mercado abierto) es que es un instrumento muy flexible, en el sentido de que es un instrumento de rápida y fácil aplicación. Por ello se puede aplicar tan pronto se produzcan las entradas de capital, lo que permite ganar tiempo para evaluar las

---

<sup>21</sup> Estas definiciones de esterilización en sentido estricto y amplio (medidas de control de la base y de la oferta monetaria respectivamente) también aparecen en Frankel y Okongwu (1996).



características particulares del capital entrante (causas, grado de provisionalidad, estructura, etc.) y diseñar un paquete de políticas adecuado a dichas características (Bennett *et al.*, 1993).

Otra ventaja de la esterilización es que, a la vez que evita el crecimiento de la base monetaria, permite la acumulación de reservas. Éstas podrían resultar útiles para defender el régimen cambiario ante una eventual salida de capital (BAsD, 1995/96). Es decir, la acumulación de reservas posibilita que eventualmente se dé el proceso inverso al que ocurre cuando entra capital: mientras entra capital, se defiende el tipo de cambio acumulando reservas, y cuando el capital salga, se habrá de defender el tipo de cambio vendiendo las reservas acumuladas.

Por lo que respecta a los inconvenientes de la esterilización, éstos han sido muy frecuentemente abordados por la literatura especializada (Calvo, 1990; Bennett *et al.*, 1993; Montiel, 1995 y 1999; etc.). Por una parte, puede que la esterilización no sea posible en absoluto. Ése es el caso, por ejemplo, cuando los activos nacionales y extranjeros son sustitutos perfectos (Montiel, 1999). Por otra, la esterilización resulta difícil de aplicar en mercados financieros poco desarrollados, en los que no se puedan realizar operaciones de mercado abierto. Además, existe el riesgo de que la esterilización desvíe los capitales extranjeros hacia la compra de los bonos emitidos por el gobierno, con lo que se reducirían los efectos beneficiosos de la entrada de capital extranjero (Bennett *et al.*, 1993).

Pero la cuestión que más debate ha suscitado en torno a la esterilización es si ésta es eficaz o no. De acuerdo con el conocido modelo de Mundell-Fleming (Mundell, 1963), cuando la movilidad del capital es perfecta la esterilización resulta totalmente ineficaz. El citado modelo pone de manifiesto, más en general, la imposibilidad de que coexistan la movilidad del capital, autonomía monetaria y un tipo de cambio fijo. En presencia de dos de los tres elementos, el tercero resulta imposible. Con perfecta movilidad del capital, se cumple la condición de paridad cubierta de intereses:  $i = i^* + f_d$  (donde  $i$  e  $i^*$  son los tipos de interés nacional y extranjero respectivamente y  $f_d$  es el tipo de descuento *forward* de la moneda nacional). Asimismo,  $f_d = \{(\epsilon^f - \epsilon^s) / \epsilon^s\} \times 100$ , donde  $\epsilon^f$  y  $\epsilon^s$  son respectivamente los tipos de cambio *forward* y *spot* de la moneda

nacional respecto de la divisa. Resulta muy sencillo ver, gracias a estas ecuaciones, que si el tipo de interés extranjero ( $i^*$ ) y el tipo de cambio *forward* ( $e^f$ ) están dados las autoridades económicas pueden determinar el tipo de interés nacional ( $i$ ) o el tipo de cambio *spot* ( $e^s$ ), pero no ambos (Johnston y Ötoker-Robe, 1999).

Supóngase, pues, que los intentos de esterilizar se producen en un contexto de tipo de cambio fijo y perfecta movilidad del capital. La esterilización provocará un incremento del tipo de interés o, al menos, un tipo de interés mayor al que habría en ausencia de esterilización, con lo que, en virtud de la movilidad del capital, se atrae más capital extranjero; y las nuevas entradas de capital hacen que el tipo de interés caiga al nivel en que se encontraría de no haberse producido la esterilización. El resultado del intento es el mantenimiento del tipo de interés al nivel inicial y una apreciación real de la moneda (aunque se mantiene el tipo de cambio nominal), que genera, a su vez, un deterioro del saldo por cuenta corriente (en ausencia de otras políticas, se entiende). Para que la esterilización fuera perfecta (es decir, para que se lograra evitar completamente el incremento de la base monetaria que el crecimiento de las reservas generaría) sería necesario que no hubiera movilidad del capital<sup>22</sup>. En tal caso, la esterilización elevaría el diferencial de tipos de interés, pero esta elevación no podría conllevar nuevas entradas de capital, dada la no movilidad del capital. Tras la esterilización habría un diferencial de tipos de interés mayor que el inicial, un mayor nivel de reservas y el mismo tipo de cambio (tanto nominal como real) que al inicio del proceso de entradas de capital.

Para que la emisión de bonos conlleve efectivamente una elevación de los tipos de interés han de darse ciertas circunstancias. Ha de ocurrir o bien que (1) los bonos emitidos por el gobierno no sean sustitutivos de los activos demandados por los inversores, en cuyo caso el gobierno ha de bajar su precio y elevar su tipo de interés; o bien que (2) el *shock* que provoque las entradas de capital sea un incremento de la

---

<sup>22</sup> O que el tipo de cambio fuera flexible. No obstante, carece de sentido pensar que la esterilización sería posible en caso de haber un tipo de cambio flexible, dado que si se debe esterilizar es precisamente para compensar el crecimiento de las reservas que se ha generado para mantener inalterado el tipo de cambio. Por otra parte, no tiene mucho sentido extenderse en el análisis del caso en el que no hay movilidad del capital, cuando lo que se está estudiando es cómo responder a unas entradas de capital que han sido posibles precisamente a que hay al menos cierta movilidad del capital.

demanda de dinero (por ejemplo, como consecuencia del control de la inflación o del incremento del ingreso), en cuyo caso la esterilización está impidiendo que se elimine el exceso de demanda de dinero; o bien que (3) la esterilización eleve la proporción de bonos sobre dinero en las carteras de activos de los agentes privados (véase Lee, 1996, para una profundización en los puntos 1 y 3). En cualquier caso, incluso cuando la esterilización no tiene asociada una elevación del tipo de interés<sup>23</sup>, al menos evita la caída del tipo de interés que las entradas de capital producirían, generándose siempre un diferencial de tipos con respecto al extranjero mayor que el que se daría en ausencia de esterilización. Ese diferencial de tipos de interés resulta, como se concluyó anteriormente, atractivo para el capital internacional, sobre todo para el capital volátil.

Entre los dos extremos teóricos que se han descrito (el de la perfecta movilidad del capital y el de la inmovilidad total del capital), se puede uno encontrar con un caso intermedio: aquél en el que la movilidad del capital es imperfecta. En tal caso las entradas de capital volátil generadas por la elevación del tipo de interés (o por el mayor diferencial de tipos de interés) contrarrestan tan sólo parcialmente el intento de esterilizar, de forma que la esterilización es eficaz (aunque sea parcialmente). El resultado mientras la esterilización está resultando posible consiste en un tipo de interés mayor al que existiría en ausencia de esterilización (o al menos un mayor diferencial de tipos de interés) y cierto control de la base monetaria (y, por tanto, del recalentamiento de la economía).

Que la esterilización desemboque en un tipo de interés superior al inicial (o, al menos, en un diferencial de tipos de interés mayor al que habría en ausencia de esterilización) acarrea diversos problemas. En primer lugar y como ya se ha indicado, se atraen más capitales extranjeros. Al no ser perfecta la movilidad del capital, estas nuevas entradas de capital no son suficientes como para devolver automáticamente el tipo de interés a su nivel inicial. Pero sí son suficientes como para seguir haciendo crecer las reservas, con lo que se mantienen los problemas derivados de las entradas de capital. Un problema añadido a la perpetuación de las entradas de capital es el

---

<sup>23</sup> Frankel (1994) apunta que el caso en que la esterilización conlleva una elevación de los tipos de interés sería el utilizado por Calvo (1990), mientras que el caso en que tan sólo crece el diferencial de tipos de interés, pero no el tipo de interés, sería el de Calvo *et al.* (1993).

incremento de la proporción de capital volátil en el total, a medida que se producen nuevas entradas. Esto se explica por el hecho de que los capitales atraídos por un amplio diferencial de tipos de interés son precisamente los préstamos a corto plazo y la compra de bonos. Y enseguida se verá cómo incide esto en la fragilidad financiera del país receptor.

En segundo lugar: el mantenimiento de altos tipos de interés hace que la esterilización tenga importantes costes cuasi-fiscales, derivados del hecho de que los tipos de interés que el gobierno tiene que pagar por los bonos que emite es superior a los intereses que recibe por la posesión de reservas en el banco central (Calvo, 1990; Bennett *et al.*, 1993; Montiel, 1995). Los costes serán mayores cuanto mayor sea la movilidad del capital y cuanto mayor sea el *gap* entre las tasas de rentabilidad internas y extranjeras. El coste que la emisión de bonos supone para el gobierno resulta de interés no sólo por los problemas financieros que puede acarrear, sino también por las consecuencias de dicho coste sobre la credibilidad de los programas de estabilización que el gobierno haya iniciado. El intercambio de reservas por bonos incrementa los activos denominados en moneda extranjera de las autoridades, mientras que aumenta los pasivos denominados en moneda nacional. Como explica Calvo (1990), ello hace que la tentación de devaluar la moneda sea mayor, lo que provoca una pérdida de credibilidad del régimen cambiario. Las expectativas de inflación que acompañan a las expectativas de devaluación presionan al alza sobre los tipos de interés lo que incrementa el coste cuasi-fiscal de la esterilización y, consiguientemente, genera aún mayores expectativas de devaluación y menores posibilidades de supervivencia del programa de estabilización. En resumen: en un país en el que se haya aplicado un programa de estabilización, éste puede sufrir “serios problemas de credibilidad como resultado de esterilizar, parcial o totalmente, el incremento de la oferta monetaria asociado a unas entradas de capital iniciales” (Calvo, 1990, pág. 5).

Según autores como Esaka y Takagi (2001), no sólo la esterilización entendida en sentido más que estricto (operaciones de mercado abierto) puede redundar en unos mayores tipos de interés, sino que las demás medidas de esterilización (en sentido amplio) también conllevan elevaciones del tipo de interés. Sin negar esta posibilidad, se verá a continuación que los canales de transmisión entre esas otras políticas de

esterilización (en sentido amplio) y el crecimiento de los tipos de interés de mercado son más débiles que en el caso de las operaciones de mercado abierto. Por ello, en lugar de centrarse el análisis tanto en los inconvenientes de esas políticas que se deriven de la elevación de los tipos de interés, se centrará más en otros inconvenientes.

### **Limitación del recurso al redescuento del banco central**

Una segunda forma de limitar el crecimiento de la base monetaria es mediante la restricción del crédito del banco central a los bancos comerciales de forma directa o indirecta (mediante la elevación del coste de dicho crédito).

La principal ventaja de este instrumento es precisamente que se evitan las desventajas de las operaciones de mercado abierto. Por una parte, se evitan los costes cuasi-fiscales (la posición fiscal del banco central puede incluso mejorar en la medida en que limitando el redescuento se están limitando los subsidios al crédito). Y por otra parte, el impacto sobre los tipos de interés es menor, dado que esta medida no actúa tan directamente sobre los mercados de dinero o de capitales internos, al menos en el corto plazo (Lee, 1996, señala que en muchos países se observa un vínculo muy débil entre el tipo de redescuento y los tipos de interés a corto plazo de los bancos).

Una desventaja de este recurso es su falta de flexibilidad. En muchas ocasiones los créditos que se descuentan en el banco central son créditos que han sido otorgados por los bancos comerciales a sectores prioritarios. Así, el ajuste frecuente del tipo de redescuento resultaría contrario a la intención misma del redescuento, que es proveer de crédito a los bancos comerciales a cambio de que éstos lo provean a sectores prioritarios. Además, el redescuento no sólo sirve para refinanciar los sectores prioritarios, sino para hacerlo con tipos de interés subsidiados (i.e. Corea); y mientras los tipos de descuento no dejen de funcionar como instrumentos para subsidiar el crédito, no contarán con la flexibilidad necesaria (Lee, 1996). Por otra parte, puede ocurrir que los tipos de interés de los bancos comerciales sean poco elásticos al tipo de redescuento y/o que la demanda de crédito por parte del sector privado sea poco elástica a los cambios del tipo de interés; y en cualquiera de estos casos el ajuste que habría que hacer en el tipo de descuento sería demasiado agresivo (Lee, 1996).

## **Swaps de tipo de cambio**

Este instrumento consiste en que el banco central vende divisas a cambio de moneda nacional y simultáneamente acuerda la compra de esa misma cantidad de divisas a un tipo de cambio *forward*. La clasificación de los *swaps* de tipo de cambio entre las medidas de control del crecimiento de la base monetaria resulta un poco arbitraria, porque pueden actuar sobre varios niveles de la cadena de acontecimientos descrita anteriormente. Supóngase que la contraparte del banco central es un banco comercial. Pues bien, con el *swap*, las reservas en moneda nacional del banco comercial disminuyen, aumentando sus activos en moneda extranjera. Si dicho banco utiliza las divisas para dar crédito en moneda extranjera a los residentes, se logra la reducción de la base monetaria. Si, en cambio, invierte las divisas fuera —lo que supone una salida bruta de capital—, se reducen las entradas netas de capital (Lee, 1996). Es más, esa salida de capital se puede incentivar mediante el establecimiento del precio del *swap* de forma que la diferencia entre el tipo de cambio *forward* y el tipo de cambio *spot* sea mayor que el diferencial de tipos de interés prevaleciente en el mercado.

Quizá la principal ventaja de esta medida de política económica es su flexibilidad: las autoridades pueden fijar libremente tanto el tipo de cambio *forward* como la duración del contrato de *swap*. La elección de contratos a corto plazo confiere mayor flexibilidad a este instrumento, en la medida en que el contrato podrá renovarse o no en función de los movimientos del capital. Otra ventaja de este instrumento es que se puede evitar el crecimiento de las reservas que se produciría en el momento del vencimiento del contrato mediante el fomento de la reinversión del principal e intereses de la IC realizada en el exterior. Una tercera ventaja sería que son más eficaces que la esterilización cuando el mercado secundario del país en cuestión es muy líquido: cuando los bonos que se emiten en la esterilización son muy líquidos, ésta es ineficaz, con lo que los *swaps* de tipo de cambio resultan una medida mejor (Lee, 1996).

Las principales desventajas del uso de este instrumento son que supone un coste para el banco central, sobre todo si el tipo de cambio *forward* que se establece es favorable a los bancos comerciales; y que existe el riesgo de que las divisas entregadas a

los bancos comerciales en la operación de *swap* sean vendidas a cambio de moneda nacional, anulando el efecto de dicha operación (Lee, 1996). En cualquier caso, ésta es una medida cuyo uso es mucho menos frecuente y mucho menos intensivo que el de la esterilización (operaciones de mercado abierto).

### **Contrastación en la literatura empírica**

Una muestra de la flexibilidad de la esterilización es el hecho de que los países recurren a ella normalmente en el año inmediatamente posterior al comienzo de las entradas de capital (Bennett *et al.*, 1993). El Banco Mundial (1997) también muestra cómo los gobiernos han sido capaces de fabricar la herramienta a medida de las circunstancias. En concreto, muestra cómo algunos países relajaban la esterilización en años de menor crecimiento económico y la intensificaban en años de recuperación, lo que efectivamente sugiere el fácil y rápido manejo de este instrumento.

Ya se ha señalado la relevancia del grado de movilidad del capital en la determinación de la eficacia de la esterilización. Por tanto, para saber si la esterilización resulta eficaz o no, cabe preguntarse por el grado de movilidad del capital. Muchos estudios empíricos indican que la movilidad del capital en la práctica totalidad de los países es y ha sido imperfecta en las últimas décadas, a pesar de la globalización financiera, por lo que la esterilización tiene que haber sido eficaz (aunque sea parcialmente). Estudios como el de Bennett *et al.* (1993), Lee (1996) y Montiel (1999) concluyen que así ha sido, al menos en el corto plazo. De hecho, muchos países vieron crecer sus tipos de interés durante el período de esterilización (Dunaway y Reinhart, 1996). No obstante, también hay estudios que indican que la progresiva liberalización de la cuenta de capital de los países en desarrollo ya ha alcanzado, en algunos casos, un nivel tan elevado como para imposibilitar la esterilización (Frankel y Okongwu, 1995).

Por otra parte hay estudios empíricos que muestran que la esterilización puede tener inconvenientes aun en los casos en que es factible. En concreto, muestran cómo la elevación de los tipos de interés ha incidido, como prevé la teoría, en el volumen y estructura del capital entrante. Montiel y Reinhart (2001) elaboran un estudio

econométrico que concluye que la intensificación de la esterilización efectivamente redundaría en una mayor recepción de capital, así como en una mayor proporción de capital a corto plazo sobre el total, dado que ni la IED ni la IC se elevaron como consecuencia de la esterilización.

En cualquier caso, la mayoría de los estudios empíricos apuntan hacia la idea de que la esterilización ha tenido resultados no demasiado favorables, o bien porque resultase ineficaz, o bien porque provocase una elevación de los tipos de interés que atrajera capital a corto plazo, generando una perpetuación de las entradas de capital y, como se verá, una mayor fragilidad del sistema financiero interno.

Finalmente, téngase en consideración la existencia de algún estudio muy alejado de las líneas argumentales habituales, revisadas en este epígrafe. Es el caso de Reisen (1993), quien considera que la esterilización resulta posible aun cuando la movilidad del capital es muy elevada y hay tipo de cambio fijo. Constata que en muchos países asiáticos se produjo a la vez una esterilización exitosa, la movilidad del capital y la fijación de los tipos de cambio. Arguye que si tal cosa fue posible fue gracias a la no desregulación del sistema financiero interno. Por una parte, es cuestionable que en Asia oriental efectivamente se rompiera la condena de “la trinidad imposible”, a la vista de que el tipo de cambio fijo finalmente no pudo mantenerse. Por otra parte, aun considerando que efectivamente se puede burlar “la trinidad imposible” posponiendo la desregulación del sistema financiero nacional, cabe discutir las bondades de no desregular en aras del éxito de la esterilización. Así, Frankel (1994) señala los inconvenientes que no desregular puede acarrear una vez que se ha abierto la cuenta de capital. Asimismo, se puede argumentar que es mejor que el sistema financiero interno esté desregulado y funcione lo mejor posible para que pueda absorber los bonos emitidos por el gobierno con facilidad, de manera que la esterilización no genere una elevación excesiva de los tipos de interés.

#### **b.4) Políticas para evitar el crecimiento de los agregados monetarios**

Si hasta este punto de la cadena las políticas llevadas a cabo no han logrado evitar el incremento de la base monetaria todavía se puede evitar que se produzca un



crecimiento de los agregados monetarios mediante una reducción del multiplicador monetario. Tal reducción en el multiplicador monetario puede alcanzarse mediante un incremento de los requerimientos de reservas, el traspaso de los depósitos gubernamentales de los bancos comerciales al banco central, la restricción cuantitativa del crédito, la toma de préstamos de los bancos comerciales por parte del banco central, etc. Cualquiera de estas medidas evita que el crédito que se ha inyectado en el sistema económico por las entradas de capital redunde en un *boom* de crédito bancario. Se verá que eliminar la posibilidad de que se produzca un *boom* de crédito sirve, no sólo para controlar el recalentamiento de la economía (que es lo que resulta de interés en este apartado), sino también para controlar la aparición de fragilidad en el sistema financiero interno. El análisis va a centrarse en dos medidas: en el incremento de los requerimientos de reservas y en el traspaso de los depósitos gubernamentales.

### **Incremento de los requerimientos de reservas no remuneradas**

Un incremento de los requerimientos de reservas no remuneradas supone que las instituciones financieras afectadas han de inmovilizar (sin recibir ningún pago por ello) una proporción mayor de sus pasivos, de manera que el incremento de la base monetaria no se refleje en un incremento del crédito bancario. Una ventaja de esta medida es que es tan flexible como la esterilización, pero evita sus costes (sobre todo el coste cuasi-fiscal de la esterilización).

No obstante, también presenta algunos inconvenientes. En primer lugar, los requerimientos de reservas actúan en el sentido opuesto a las reformas del sistema financiero interno y, por tanto, advierten sobre una posible involución de dichas reformas. Ello puede directamente restringir las entradas de capital, lo que beneficiaría a la estabilidad macroeconómica, pero también podría tener consecuencias negativas sobre el crecimiento económico (King y Levine, 1993). En segundo lugar, pueden existir, en la práctica, algunos obstáculos a su imposición: por ejemplo, los requerimientos de reservas no se pueden elevar si ya alcanzan un nivel relativamente alto y/o la capacidad del banco central para controlar el cumplimiento de los requerimientos no es suficiente. En tercer lugar, el manejo frecuente de este instrumento de política económica puede redundar en complicaciones para los bancos

comerciales a la hora de gestionar sus carteras, lo cual implica un incremento de la fragilidad financiera (Lee, 1996).

En cuarto lugar, existe la posibilidad de que la elevación de los requerimientos de reservas no resulte eficaz, lo que quizá sea el mayor de los inconvenientes aquí apuntados. Puede no ser eficaz, por una parte, porque si los requerimientos se imponen selectivamente sobre algunos de los pasivos bancarios, los prestamistas pueden cambiar sus activos por otros no afectados por los requerimientos de reservas. Por otra parte, porque incluso cuando todos los pasivos bancarios se ven afectados por dichos requerimientos, se puede dar un proceso de desintermediación financiera que los vuelva ineficaces: “cuanto mayor es el grado en que los inversores extranjeros pueden sustituir inversiones en bancos por inversiones en IFNB (instituciones financieras no bancarias), y cuanto mayor es el grado en que esas inversiones en IFNB afectan al nivel de demanda agregada, menor es la capacidad del gobierno del país receptor para mitigar el impacto de las entradas de capital mediante el uso de requerimientos de reservas” (Spiegel, 1995, pág. 19).

Finalmente, los requerimientos de reservas pueden presentar problemas de eficiencia, en la medida en que funcionan como un impuesto implícito sobre el sistema bancario. Los efectos, en términos de eficiencia, de tal impuesto dependerán de cómo se reparta la carga entre los accionistas del banco, los depositantes y los prestatarios. También los efectos sobre las entradas de capital dependerán de quién cargue con los requerimientos de reservas. Si los requerimientos de reservas se trasladan a una caída de los tipos de interés sobre depósitos, ello puede redundar en menores entradas de capital, lo cual resultará positivo en tanto en cuanto reduzca el riesgo de recalentamiento y/o fragilidad financiera, pero eliminará toda posibilidad de beneficiarse del exceso de ahorro extranjero. Si, por el contrario, los requerimientos de reservas inducen una elevación de los tipos de interés sobre los préstamos, pueden fomentar que las empresas se endeuden en el exterior, generándose una mayor entrada de capital (Reinhart y Reinhart, 1998), con el consiguiente agravamiento del recalentamiento y la fragilidad.

## **Traspaso de depósitos gubernamentales**

Otra forma de evitar el crecimiento de la oferta monetaria consiste en el traspaso de los depósitos gubernamentales (o fondos de pensiones) desde los bancos comerciales al banco central.

Si los depósitos en el banco central son remunerados existe algún coste cuasi-fiscal, pero menor en todo caso que el coste cuasi-fiscal de las operaciones de mercado abierto, lo cual es una de las ventajas de esta medida. Además, si no son remunerados no existe ningún coste cuasi-fiscal. Por otra parte, el traslado de depósitos gubernamentales permite diluir el efecto de la contracción monetaria sobre los tipos de interés en dos mercados, limitando el potencial efecto negativo de un incremento de los tipos de interés a corto plazo (Lee, 1996).

Con respecto a los inconvenientes del traspaso de depósitos gubernamentales, como en el caso de los requerimientos de reservas, su manejo frecuente puede dificultar a los bancos comerciales la gestión de sus carteras. Además, en la medida en que algunos de los fondos que se traspasan no son exactamente depósitos del gobierno, sino más bien fondos de seguros, el coste del traslado recae sobre los que contribuyen a esos fondos y no sobre el gobierno, de manera que el traslado se constituye en una forma de represión financiera (como, según Lee, 1996 y Reinhart y Reinhart, 1998, fue el caso del *Employee Provident Fund* en Malasia, que no era estrictamente un depósito del sector público).

## **Contrastación en la literatura empírica**

Según algunos estudios los requerimientos de reservas han sido tan ineficaces como la teoría muestra que pueden ser. Por ejemplo, Spiegel (1995) señala que en Corea los requerimientos de reservas no sirvieron para controlar la oferta monetaria, dado que el desarrollo de su sector financiero no bancario permitió que se produjera desintermediación financiera (Corea es el país de la región cuyo sector financiero no bancario era mayor y donde menos eficaz fue el crecimiento de los requerimientos de reservas).

## **b.5) Políticas para evitar el crecimiento de la demanda interna**

Aquí se analiza tan sólo un instrumento de política económica. De hecho, como muestra la literatura al respecto, llegado al punto en el que las entradas de capital se han convertido en un crecimiento notable de los agregados monetarios, tan sólo queda recurrir a la restricción fiscal si se quiere evitar la expansión de la demanda interna y, con ella, la inflación o el deterioro del saldo corriente.

### **Contracción fiscal**

La contracción fiscal puede evitar la inflación o el deterioro del saldo corriente mediante dos mecanismos (Corbo y Hernández, 1994): en primer lugar, porque actúa sobre el último de los eslabones de la cadena de acontecimientos descrita anteriormente (efecto macroeconómico) y, en segundo lugar, porque reduce la demanda relativa de bienes no comercializables —siempre que el ajuste fiscal se realice mediante la contención del gasto público—, dado que el consumo público es principalmente de ese tipo de bienes (efecto composición). En pro de un mayor rigor, se debe matizar que la contracción fiscal también puede favorecer el control de la demanda interna incidiendo sobre eslabones previos de la cadena. Por ejemplo, si el ajuste fiscal permite un menor recurso a la deuda pública se puede producir una caída de los tipos de interés que, a su vez, desincentivará la entrada de capital extranjero (Calvo *et al.*, 1993). Pero este análisis se va a centrar en los efectos directos de la restricción fiscal sobre la demanda interna y el tipo de cambio real.

La ventaja de la contracción fiscal es que, al actuar al final de la cadena de acontecimientos, tiene efectos sean cuales sean las causas de las entradas de capital. Por ejemplo, si la causa de las entradas de capital es precisamente la mezcla de una política monetaria restrictiva (con los consiguientes tipos de interés altos) con una política fiscal expansiva (con el consiguiente incremento de la demanda de dinero), la contracción fiscal corta el problema de las entradas de capital de raíz (Bennett *et al.*, 1993). Si la causa de dichas entradas es otra, la contracción fiscal compensaría los efectos del crecimiento de los agregados monetarios sobre la demanda interna.

Así, muchos autores (como Corbo y Hernández, 1994) defienden la restricción fiscal como la respuesta más útil a las entradas de capital, dado un contexto de libre movilidad del capital y tipo de cambio fijo, como en el que, como se verá, surgieron las crisis de Asia-3. Se considera que esta idea encierra un inconveniente importante. Con la restricción fiscal se está evitando el crecimiento de la demanda interna mediante la sustitución de gasto público por consumo, inversión o importación privados, financiados con el capital extranjero que está entrando. La modificación de la participación en la demanda interna de sus distintos componentes no es un inconveniente de por sí. El inconveniente resulta visible cuando se tiene en cuenta que (1) en las economías en desarrollo resulta imprescindible la financiación de infraestructuras (necesarias para el desarrollo en general y, más en particular, para acomodar la mayor inversión proveniente de las entradas de capital extranjero), y éstas se financian habitualmente con ese gasto público que se está reduciendo; (2) el uso del capital extranjero por parte de los agentes privados nacionales no es necesariamente productivo –de hecho, en muchas ocasiones el capital se ha utilizado para financiar procesos de sobreconsumo, sobreinversión o deterioro del saldo comercial–. Así, un inconveniente del recurso a la restricción fiscal para acomodar la entrada de capital extranjero puede ser (expresado, quizá, de forma algo dramática, pero no poco realista) la sustitución de gasto público en infraestructuras, educación, sanidad... por procesos de sobreconsumo o sobreinversión privados.

Otro de los inconvenientes de la contracción fiscal es que es muy poco flexible como instrumento de política económica: los ajustes presupuestarios no pueden responder con suficiente rapidez a las fluctuaciones de los flujos de capital (Montiel, 1995). Es más, una vez alcanzado cierto equilibrio presupuestario resulta difícil abundar en la restricción fiscal tanto por motivos técnicos como por motivos políticos (problemas de aceptación popular de la restricción).

Con respecto a la eficiencia de esta medida, cabe decir algo a lo que ya se ha hecho referencia al hablar sobre la apreciación nominal. Cualquier movimiento contracíclico de la política fiscal puede mermar la credibilidad del gobierno (Montiel, 1995). Igual que ocurría con los tipos de cambio, ante entradas de capital la respuesta de política fiscal sería anti-inflacionista (contracción fiscal), pero tal respuesta puede

indicar, a los ojos de los inversores, una voluntad de respuesta a corto plazo por parte del gobierno que, en caso de haber salidas de capital, sería inflacionista. La pérdida de confianza de los inversores reduciría las entradas de capital, lo cual permitiría eliminar los efectos negativos de éstas, pero a costa de perder también los positivos. Por ello, las medidas discrecionales (siempre que se perciban como sostenibles) suelen ser más recomendables que las contracíclicas, aunque ambas reduzcan la demanda, por tener más efecto sobre las expectativas de inflación y del tipo de interés (Bennett *et al.*, 1993).

Finalmente, distintas formas de contracción fiscal tendrán distintos efectos, con lo que los gobernantes habrán de ser cuidadosos si quieren evitar que la contracción fiscal sea contraproducente. En primer lugar, si el ajuste modera la demanda de bienes no comercializables, se reduce la inflación, tal y como se desea; pero si, por el contrario, modera la demanda de bienes comercializables, se refuerza la cuenta corriente, lo cual podría incidir en un incremento de reservas con el consiguiente incremento del peligro de recalentamiento y fragilidad financiera (Bennett *et al.*, 1993; Montiel, 1995). En segundo lugar, la contención del gasto tiene más efecto sobre la demanda que el incremento de los impuestos. Es así, por una parte, porque la reducción del gasto afecta a la demanda directamente, mientras que la elevación de los impuestos absorbe recursos que quizá se habrían destinado al ahorro (BAsD, 1995/96); y, por la otra parte, porque un incremento de los impuestos apenas afecta a las decisiones de gasto de los residentes en un contexto de mucho crédito (como es el caso si está entrando capital), y menos aún si se espera que los incrementos de los impuestos sean temporales (porque se considere que las entradas de capital lo son).

### **Contrastación en la literatura empírica**

De la observación de la experiencia de los países en desarrollo en las últimas décadas se extrae que la restricción fiscal, probablemente por la escasa flexibilidad apuntada anteriormente, no ha sido en ningún caso la principal respuesta a las entradas de capital. Más bien se ha utilizado tras el agotamiento del recurso a la esterilización y habitualmente no como respuesta explícita a los flujos de capital, sino

como parte de una programa más amplio de ajuste estructural (Bennett *et al.*, 1993; Montiel, 1999).

En cualquier caso, cuando se ha recurrido a la contracción fiscal (sea como parte de un paquete más amplio de reformas o no) parece que ésta ha tenido los efectos deseados. Así, un estudio del Banco Mundial (1997) concluye que los países de su muestra (compuesta de 20 países receptores de capital) cuyas políticas fiscales fueron más restrictivas, presentaron menores apreciaciones del tipo de cambio real y menores déficit por cuenta corriente. Asimismo, Corbo y Hernández (1994) señalan que la contracción fiscal ha funcionado en algunos casos (a pesar de su inflexibilidad): en Asia oriental la contracción fiscal permitió evitar que la apreciación real de las monedas locales fuera tan acusada como en países de Latinoamérica (al menos hasta 1994), donde la contracción fiscal fue menor. Más en concreto, Corbo y Hernández (1994) muestran que los países de su muestra (compuesta por Argentina, Chile, Colombia, México, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia) en los que el consumo público en relación con el PIB fue decreciente presentaron menores caídas del tipo de cambio real, mientras que aquéllos en los que el consumo público sobre el PIB creció sufrieron mayores apreciaciones reales de sus monedas.

#### **b.6) Políticas para evitar la fragilidad del sistema financiero interno**

Todas las políticas descritas hasta este punto pretenden evitar el recalentamiento de la economía como consecuencia de las entradas de capital. Pero se ha señalado anteriormente que dichas entradas, además de suponer problemas de recalentamiento, pueden incrementar la fragilidad financiera. En este apartado se abordan las políticas específicamente destinadas a combatir esa fragilidad y, asimismo, se retoma el estudio de algunas de las políticas ya descritas, en concreto de aquellas políticas que no actúan sólo en contra del recalentamiento sino que también afectan a la salud del sistema financiero interno.

En este trabajo se considera que la regulación y supervisión del sistema financiero interno es la principal medida que específicamente se puede llevar a cabo para evitar la aparición de fragilidad financiera. Se explicó anteriormente que las

garantías institucionales, la existencia de incertidumbre y la falta de expertos en los sistemas financieros de las economías en desarrollo contribuyen (junto con la falta de regulación y supervisión) a la escalada de la fragilidad financiera, al favorecer la sobreintermediación financiera o la no cobertura de los riesgos de cambio.

El análisis que aquí se realiza sobre cómo evitar la fragilidad financiera no se centra en todos esos otros factores por los siguientes motivos.

1. Resulta difícil, si no imposible, que se eliminen todas las garantías institucionales. De acuerdo con Dooley (1999), cabe considerar que siempre que un gobierno sufra cualquier tipo de pérdida por el estallido de una crisis, ello significa que dicho gobierno estaba ofreciendo algún tipo de garantía a los agentes privados. Y dado que cuando hay crisis, hay pérdidas, puede concluirse que los gobiernos suelen ofrecer unas u otras garantías; y aunque efectivamente podrían eliminarse las garantías más evidentes –la función de PUR (prestamista de último recurso), por ejemplo– para evitar la aparición de fragilidad financiera, no es probable que los gobiernos estén dispuestos a eliminar otras (como la apertura de la cuenta de capital o la estabilidad del tipo de cambio). Es más, no hace falta que existan las garantías institucionales para que éstas cumplan su función: basta que se crea que existen para que fomenten la asunción de riesgos financieros. Así, aunque se lograra eliminar todas las garantías, explícitas o implícitas, habría que convencer a los agentes privados de que esas garantías no existen para evitar la aparición de fragilidad financiera, lo cual puede resultar, evidentemente, muy complicado.
2. La incertidumbre es percibida por muchos autores (Hermalin y Rose, 1999) como una característica inherente a los mercados de capitales, más aún si éstos son internacionales. Por ello se considera que su eliminación es poco factible, con lo que la lucha contra la fragilidad financiera habrá de producirse en otro frente.
3. La falta de experiencia de los gestores de las instituciones financieras de las economías recientemente liberalizadas es algo difícilmente resoluble en un corto plazo. Además, su resolución no depende tanto de políticas económicas como de políticas educativas, con lo que dicha resolución no es materia de discusión de esta tesis.



Por todo esto, la regulación y supervisión serán los instrumentos necesarios para evitar que las garantías reales o percibidas, la incertidumbre en los mercados y la falta de experiencia de los agentes financieros redunden en la escalada de fragilidad financiera.

## **Regulación y supervisión**

Igual que el análisis detallado de los controles a la entrada de capital, el de la regulación y supervisión se encuentra en el capítulo 5. Como ya se ha comentado, la elección de régimen cambiario, los controles a la entrada de capital y la regulación y supervisión del sistema financiero interno son cuestiones de gran relevancia, por lo que se ha preferido desarrollarlas en el capítulo sobre implicaciones de política económica y no tanto entre las demás políticas que teóricamente pueden utilizarse para evitar la aparición de recalentamiento y/o fragilidad financiera.

Quede claro aquí, no obstante, que la regulación que puede utilizarse como medida para evitar la aparición de fragilidad financiera no es la regulación propia de sistemas financieros no liberalizados (regulación económica o pre-reforma) sino la regulación necesaria como complemento de la liberalización financiera (regulación prudencial o post-reforma). Un sistema de regulación y supervisión puede adoptar multitud de formas, pero en este trabajo serán de especial interés aquéllas destinadas a evitar la fragilidad financiera cuando ésta emana, al menos en parte, de la entrada de capital extranjero.

Muy resumidamente: la regulación y supervisión puede entenderse como regulación y supervisión propiamente dichas o externas (el conjunto de normas y formas de control impuestas por organismos públicos) sumadas a una serie de medidas complementarias a dichas regulación y supervisión externas (exigencia de transparencia, creación de un sistema de incentivos adecuado, participación del mercado en la supervisión, etc.).

La ventaja indudable de un buen sistema de regulación y supervisión es que permitirá eliminar de raíz el problema de la fragilidad financiera. Si las instituciones

financieras cumplen con los ratios exigidos por las agencias públicas, se evita la sobreintermediación financiera de fondos extranjeros y se limitan los desajustes de vencimientos y de denominaciones entre los activos y los pasivos. Así, se estaría evitando la escalada de los riesgos de crédito, liquidez y cambio que constituyen el grueso de la fragilidad financiera.

Algunas medidas concretas de regulación y supervisión externas que lograrían parar el proceso conducente a la fragilidad financiera serían: el ratio de adecuación del capital, diseñado por el BPI (Banco de Pagos Internacionales); las limitaciones al crédito interno, sobre todo a sectores de alto riesgo (i.e. inmobiliario y bursátil); las restricciones al endeudamiento externo, sobre todo a corto plazo y en moneda extranjera; etc. Los particulares inconvenientes de cada una de estas medidas se presentan en el capítulo 5, epígrafe C.

En cualquier caso, existen diversos obstáculos de carácter general para el buen funcionamiento de un sistema de regulación y supervisión externas: la habitual falta de transparencia de los sistemas financieros, y más aún de los de los países en desarrollo; la frecuente carencia de los recursos humanos, técnicos y financieros necesarios para diseñar y hacer cumplir las normas; los incentivos con que cuentan los reguladores y supervisores para incurrir en el denominado *regulatory forbearance* (el no cumplimiento de sus funciones); los incentivos con que cuentan los dueños y gestores de los bancos para incurrir en excesivos riesgos; etc.

Algunas medidas complementarias destinadas a eliminar esos obstáculos son unas mayores exigencias de transparencia, el establecimiento de estándares contables y de auditoría, la creación de incentivos adecuados tanto para los agentes públicos como para los privados... Pero cada una de estas medidas complementarias presenta, a su vez, serias dificultades de implantación (véase capítulo 5, epígrafe C).

Adelántese aquí que la implantación de un buen sistema de regulación y supervisión requiere tiempo, dadas las múltiples rigideces políticas, institucionales, sociales... que existen tanto en los países en desarrollo como en los desarrollados. Ese tiempo es normalmente superior al que se tarda en abrir la cuenta de capital y en

encontrarse con unas entradas masivas de fondos extranjeros. En otras palabras, las entradas de capital son demasiado rápidas en comparación con el cambio político e institucional que dichas entradas hacen necesario.

### **Otras medidas**

Mientras la regulación y la supervisión no sean suficientes, se pueden llevar a cabo otras medidas con el fin de reducir la fragilidad financiera derivada de las entradas de capital. De hecho, cualquier medida previa a la llegada de los capitales al sistema bancario servirá para evitar la sobre-intermediación financiera y la aparición de desajustes de vencimientos y denominaciones entre los activos y los pasivos bancarios. Así, desde los controles a la entrada de capital hasta el traslado de los depósitos gubernamentales (pasando por todas las políticas que se han descrito entre ambas) tendrán, de ser factibles y eficaces, utilidad para evitar la fragilidad financiera. En este punto se va a retomar el análisis de algunas de ellas, en particular de aquellas sobre las que hay algo más que decir relevante para la fragilidad financiera.

Sobre los controles a la entrada de capital, recuérdese que el análisis más extenso se presenta en el capítulo 5, epígrafe B. Aquí baste con comentar que los controles de capital pueden ser un instrumento eficiente de lucha contra la aparición de fragilidad financiera siempre que existan distorsiones previas —garantías institucionales, comportamientos ineficientes en los mercados financieros internacionales...— en virtud de las cuales la toma de préstamos del exterior suponga una toma excesiva de riesgos. Así, los controles traerían consigo un menor riesgo de crédito, de liquidez y de cambio; es decir, un menor grado de fragilidad financiera. La ventaja de los controles de capital como forma de evitar la fragilidad es que no es necesario que se reduzcan las entradas totales de capital para que se alcance tal objetivo, sino que puede bastar con que se limite la proporción de capital a corto plazo y/o en moneda extranjera en el total. Por otra parte, un inconveniente importante de los controles a la entrada como herramienta para combatir la fragilidad financiera es que, si no son eficaces, pueden tornarse contraproducentes porque provoquen el desvío de capital hacia mercados poco regulados.

En otro orden de cosas, permitir la flexibilización de la moneda tiene sus ventajas a la hora de combatir la fragilidad. Si el tipo de cambio permanece fijado puede ser visto por parte de los inversores como una especie de seguro, con lo que las entradas de capital son mayores. Al introducirse flexibilidad en el tipo de cambio aumentará el riesgo de cambio, con lo que se reducirán las entradas de capital (Montiel, 1999), lo que, a su vez, implicará un menor riesgo de crédito. Es más, los capitales que más afectados se verán por la flexibilización del tipo de cambio son precisamente los capitales volátiles (Lee, 1996; Reinhart y Reinhart, 1998), con lo que no sólo se reducirá el riesgo de crédito sino también el riesgo de liquidez. Por otra parte, la existencia de un tipo de cambio fijo hace que las instituciones financieras nacionales tomen prestado sin cubrir el riesgo de cambio, con lo que el desajuste de denominaciones se convierte en una fuente de vulnerabilidad ante una eventual devaluación. Si, por el contrario, el tipo de cambio es más flexible, el riesgo de cambio será mayor, pero al menos las instituciones prestatarias procurarán cubrirlo<sup>24</sup>.

Con respecto a la esterilización, ésta evita el crecimiento de la base monetaria mediante la restricción del crédito, con lo que también evitaría el aumento de la fragilidad financiera como consecuencia de las entradas de capital. Ya se han señalado anteriormente muchos de sus inconvenientes. Añádase aquí otro que atañe particularmente a la fragilidad financiera: la esterilización, como se vio anteriormente, agranda el diferencial de tipos de interés entre los activos nacionales y los extranjeros (o al menos imposibilita la reducción del mismo); y un mayor diferencial de tipos de interés atrae capital volátil (OI a corto plazo e IC en bonos). Una mayor proporción de capital volátil en el total de capital trae consigo un mayor riesgo de liquidez y, por tanto, mayor fragilidad financiera.

Por lo que respecta a los requerimientos de reservas, Calvo *et al.* (1992) señalan que éstos, al disminuir la cantidad de capital entrante intermediada en el sistema bancario, evitan la fragilidad. Argumentan que es más sencillo en el corto plazo elevar los requerimientos de reservas que poner un precio justo a las garantías institucionales

---

<sup>24</sup> En cualquier caso, la existencia de un tipo de cambio flexible no garantiza que se eviten los riesgos de liquidez o de cambio (Eichengreen y Hausmann, 1999). Pero estos detalles se discutirán en el capítulo 5, epígrafe A, al analizarse las dificultades que plantean regímenes cambiarios distintos al de tipo de cambio fijo.

(que son las que favorecen, como se ha visto, la sobre-intermediación). Pero, por otra parte, recuérdese que la elevación de los requerimientos de reservas puede conducir a la desintermediación financiera. Ésta no sólo tendría el efecto de anular la eficacia de esta medida como forma de evitar el recalentamiento, sino que además podría suponer un incremento de la fragilidad del sistema financiero interno. La explicación es que las IFNB toman el relevo de los bancos como intermediarias del capital extranjero y éstas están habitualmente peor reguladas y supervisadas que los bancos (Calvo *et al.*, 1993; Cassard *et al.*, 1995). Asimismo, un recurso demasiado frecuente al manejo de los requerimientos de reservas (así como de cualquier otro instrumento de control del multiplicador monetario, como el traspaso de los depósitos gubernamentales) dificulta a los bancos comerciales la tarea de gestionar sus carteras, lo cual supone una peor gestión de los riesgos y el consiguiente incremento de la fragilidad financiera.

### **Contrastación en la literatura empírica**

Con respecto a los avances en materia de regulación y supervisión de los sistemas financieros nacionales, en muchos casos se han producido como parte de reformas financieras iniciadas antes de las entradas de capital y no como respuesta a éstas (Bennett *et al.*, 1993). El que no se acelerara la imposición de medidas de regulación y supervisión ante la afluencia de capital pudo provocar una insuficiencia generalizada de acciones en contra de la fragilidad del sistema financiero nacional. Las crisis financieras de los años noventa ponen de manifiesto que las medidas adoptadas hasta la fecha no han logrado sanear suficientemente el estado de las instituciones financieras de las economías emergentes. En cualquier caso, cuando se han implantado sistemas de regulación y supervisión, sí parece que éstos han disminuido el riesgo de padecer una crisis financiera o de que ésta, de ocurrir, sea muy grave. Los estudios de Mahar y Williamson (1998); Demirgüç-Kunt y Detragiache (1999); o Rossi (1999) así lo confirman (véase capítulo 5, epígrafe C).

Con respecto a los controles de capital a la entrada, baste mencionar aquí que algunos estudios empíricos concluyen que los controles de capital, si bien no reducen el volumen total de capital entrante, sí alteran su composición a favor de un

alargamiento de los plazos de vencimiento de ese capital, con lo que serían eficaces para evitar la aparición de fragilidad financiera.

Hay algunos países que adoptaron la flexibilización del tipo de cambio, como Chile y Colombia (que también llevaron a cabo apreciaciones nominales de sus monedas). Con ello trataron de desincentivar las entradas de capital a corto plazo (Montiel, 1999). Efectivamente, en ambos países los capitales a corto plazo redujeron su participación en el total de entradas de capital tras la flexibilización de sus respectivas monedas, de lo que cabría deducir que dicha flexibilización fue eficaz como instrumento para evitar la fragilidad financiera. Pero, como Reinhart y Reinhart (1998) señalan, la imposición de esa medida coincidió con la implantación de limitaciones a la toma de préstamos a corto plazo, con lo que es difícil concluir al respecto de la eficacia de una y otra medida por separado.

Finalmente, algunos estudios econométricos (Montiel y Reinhart, 2001) muestran que la imposición o la intensificación de la esterilización conlleva, como la teoría indica que puede suceder, el incremento de la volatilidad del capital entrante, mediante la presión al alza sobre el diferencial de tipos de interés. Por ello, la esterilización puede incidir en una mayor fragilidad del sistema financiero interno.

### **c) Una última reflexión: secuencia y combinación de las políticas de respuesta a las entradas de capital**

Se acaba de estudiar cómo las entradas de capital extranjero pueden, además de acarrear beneficios para las economías receptoras, suponer problemas en términos de recalentamiento y fragilidad financiera. Asimismo, se han estudiado numerosas políticas que pueden utilizarse para evitar la aparición de esos dos problemas; y cómo esas políticas pueden resultar ineficaces, contraproducentes o no factibles.

En este pequeño apartado tan sólo se quiere señalar que las medidas revisadas no suelen aplicarse aisladamente, sino en combinación con otras, o precedidas o seguidas por otras. De ahí que a la hora de decidir sobre qué políticas utilizar para evitar el recalentamiento y la fragilidad financiera sea necesario tener en cuenta (1) que la

eficacia de unas y otras políticas depende, en ocasiones, de que vengan acompañadas de otras; (2) que ciertas medidas refuerzan la ineficacia de otras; (3) que la eficacia de unas y otras políticas depende, entre otras cosas, de la fase de las entradas de capital en que se apliquen y de la duración de esa aplicación.

No se van a detallar aquí cada una de las interacciones posibles entre unas políticas y otras. Baste con dar algún ejemplo para cada uno de los tres puntos mencionados. El primer caso (que la eficacia de una política dependa de la aplicación de otras) se da, por ejemplo, con la esterilización: si ésta no viene acompañada de cierta flexibilización del tipo de cambio o de controles de capital, supondrá más flujos de capital y plazos de vencimiento más cortos (supondrá, en última instancia, mayor recalentamiento y fragilidad financiera). El primer caso también es observable en que la flexibilización tiene menores costes en términos de apreciación nominal de la moneda si viene acompañada de controles de capital que limiten el volumen del capital entrante. El segundo caso (que ciertas políticas hacen que otras sean menos eficaces) aparece, por ejemplo, cuando la esterilización supone una elevación de los tipos de interés, y dicha elevación genera, a su vez, incentivos para la evasión de los controles de capital. Y el tercer caso (que la eficacia de las políticas depende de su duración y del momento en que se aplican) es observable en la particular eficacia que tiene la esterilización si se aplica tan pronto como empiezan a entrar capitales y se sustituye a tiempo por otras políticas –por la flexibilización del tipo de cambio, por ejemplo– (López-Mejía, 1999).

Así, si se tiene en cuenta que determinadas combinaciones y secuencias de políticas dan lugar a mejores resultados que otras, se podrá en ocasiones minimizar los inconvenientes de cada una de las políticas revisadas. Así quizá se evitarían los problemas (recalentamiento y fragilidad financiera) que facilitan, tal y como se ira viendo en esta tesis, el estallido de una crisis financiera.

## **C. SÍNTESIS Y CONCLUSIONES GENERALES:**

### **LAS POLÍTICAS INEFICACES Y/O CONTRAPRODUCTENTES**

Ya se ha visto que ciertas políticas de ajuste estructural de corte neoliberal (estabilización fiscal y monetaria, establecimiento de tipos de cambio fijos o semi-fijos, liberalización comercial y reforma financiera) son factores que determinan el volumen y composición de las entradas de capital extranjero en los países que las aplican. Se ha visto también cómo esas entradas de capital pueden dar lugar a problemas de recalentamiento y de fragilidad financiera. Finalmente, se han analizado las políticas que se pueden aplicar en respuesta a las entradas de capital para evitar dichos problemas.

Recapitulando sobre las políticas de ajuste estructural, se puede concluir que tres de ellas inciden de manera especialmente intensa en la aparición de recalentamiento y fragilidad financiera, a través de la determinación del volumen y estructura del capital entrante. Estas tres políticas son el mantenimiento de un tipo de cambio fijo o semi-fijo, la liberalización financiera y la ausencia de regulación y supervisión suficientes en el paquete de reforma financiera. Un tipo de cambio fijo o semi-fijo es un potente factor *pull* del capital extranjero, sobre todo volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio porque: ofrece confianza en la determinación anti-inflacionista del gobierno; hace disminuir el riesgo de cambio o la percepción del mismo; y presiona al alza sobre el diferencial de tipos de interés. La liberalización financiera, por su parte, incluye la apertura de la cuenta de capital, sin la cual las entradas de capital ni siquiera serían posibles; además de incorporar otros elementos que igualmente favorecen (y no sólo por la vía de la confianza) la entrada de capital extranjero en muy diversas formas. Finalmente, la ausencia de regulación y supervisión permite volúmenes y estructuras del capital entrante que suponen mayores niveles de fragilidad financiera, así como que ese capital entrante se canalice de tal manera que asimismo se deteriora la salud del sistema financiero interno.

Por ser esas tres políticas las que más impacto tienen sobre la aparición de recalentamiento y fragilidad financiera, se dedicará el capítulo sobre implicaciones de



política económica de este trabajo (capítulo 5) a reflexionar sobre ellas. En concreto, en dicho capítulo se presentará una discusión sobre si otros regímenes cambiarios, la imposición de controles de capital (durante o después del proceso de ajuste), y/o la implantación de un buen sistema de regulación y supervisión evitarían la aparición de esos problemas de recalentamiento y fragilidad financiera y de otros relacionados con el estallido de crisis financieras.

Las demás políticas de ajuste (política fiscal y monetaria restrictiva, apertura comercial y algunas otras medidas de reforma financiera) no son factores tan potentes de atracción del capital como lo es un tipo de cambio fijo o la apertura de la cuenta de capital. Igualmente, no son tan determinantes como las tres políticas señaladas de la estructura del capital entrante y del uso que de ese capital se haga. Primero, si la estabilización fiscal y monetaria y la apertura comercial no son factores *pull* tan potentes como las demás políticas revisadas, es porque atraen capital casi exclusivamente por la vía de la confianza de los inversores extranjeros en la determinación del gobierno de llevar a cabo un completo plan de ajuste. Mientras, las demás políticas de ajuste, además de promover la confianza de los inversores, alteran sustancialmente el mercado financiero nacional o la rentabilidad/riesgo de los activos que en él se transan. Segundo, el tipo de capital que la estabilización macroeconómica y la apertura comercial promueven no es sobre todo capital volátil<sup>25</sup>, en moneda extranjera o sin cubrir del riesgo de cambio, sino que pueden atraer cualquier tipo de capital extranjero. Mientras, el tipo de cambio fijo y la apertura y desregulación financieras sí pueden incidir más directamente en la composición del capital entrante. Por todo esto, el impacto de la estabilización fiscal y monetaria y de la liberalización comercial en el recalentamiento y la fragilidad financiera, aun no siendo desdeñable, tampoco es tan determinante como el de las demás políticas.

Recapitulando, ahora, sobre las políticas de respuesta a las entradas de capital, se va a dejar de lado la posible utilidad de cada una de las políticas enumeradas para

---

<sup>25</sup> La estabilización monetaria, al suponer restricción monetaria, sí puede incidir, más que la estabilización fiscal o la apertura comercial, en la proporción de capital volátil que entra en la economía que la lleva a cabo. De hecho, cuando la restricción monetaria es aún mayor que en la estabilización (como cuando se esteriliza la entrada de capital), ésta sí puede suponer un importante factor explicativo del volumen y composición de las entradas de capital, como se estudiará en su momento.

luchar contra el recalentamiento y la fragilidad, y se van a subrayar tan sólo sus principales inconvenientes<sup>26</sup>. Si el análisis se centra en los inconvenientes, y no en las ventajas, es por la misma intención de este trabajo, en el que se pretende relacionar los resultados negativos de las entradas de capital y las políticas económicas que las acompañan con el estallido de crisis financieras en economías emergentes (más en concreto en Tailandia, Malasia e Indonesia). Cuáles son las bondades de las entradas de capital o de determinadas políticas económicas –en términos de crecimiento o de desarrollo incluso– es una cuestión sin duda relevante pero que no tiene cabida en este trabajo.

Se verá, al presentar los inconvenientes todos juntos y de forma resumida, que los principales problemas que las políticas económicas presentan son que (1) generan círculos viciosos por los que se perpetúa la entrada de capital, o (2) son incapaces de satisfacer el objetivo deseado (o incluso alcanzan un objetivo contrario), o (3) incrementan la fragilidad del sistema financiero interno (aun paliando el recalentamiento), o –y esto último es una consideración puramente empírica– (4) no suelen utilizarse por cualesquier motivos.

Los controles a la entrada de capital pueden no ser eficaces en absoluto como consecuencia de la evasión. En tal caso, el objetivo deseado de reducir las entradas netas de capital obviamente no se alcanza. Además, hay cierta tendencia a evitar su utilización en aras de la eficiencia en la asignación de recursos. Pero cabe considerar, y es por ello que su análisis detallado se ha dejado para el capítulo de implicaciones de política económica (capítulo 5), que los controles a la entrada del capital son una de las medidas más poderosas para evitar todos los procesos conducentes al recalentamiento, a la fragilidad financiera y, en último término, a una crisis. Por su parte, la reducción de las restricciones a la salida del capital puede no lograr su objetivo de reducir las entradas netas de capital mediante un incremento de las salidas. Y lo que es peor, puede provocar un incremento de las entradas netas de capital

---

<sup>26</sup> Al enumerar los inconvenientes de cada una de las políticas económicas, se omitirán aquéllos que tengan que ver con la salud financiera de las autoridades económicas (como, por ejemplo, el coste cuasi-fiscal de la esterilización). Si es así, es porque, como ya se comentó anteriormente, este trabajo se centra en la fragilidad financiera del sector privado, y no del sector público, por ser la primera de mayor utilidad para entender las crisis de los años noventa.

porque las entradas brutas aumenten más que las salidas brutas. Así, esta medida no sólo puede no conducir al objetivo deseado, sino que puede resultar contraproducente.

La aceleración de la liberalización comercial puede, asimismo, alcanzar el objetivo contrario al deseado, dado que en ocasiones el saldo corriente mejora gracias a una mayor apertura de la cuenta comercial. Además, si efectivamente se mejora el saldo corriente aumentan todavía más las reservas, lo que genera una mayor confianza en el compromiso cambiario y, posiblemente, mayores entradas de capital. Finalmente, recuérdese que lo habitual es que la liberalización comercial forme parte de un proceso más amplio de reforma estructural, con lo que no se utiliza normalmente con criterios contracíclicos. Por su parte, la apreciación nominal y/o la flexibilización del tipo de cambio son quizá las medidas más adecuadas para evitar el recalentamiento y la fragilidad financiera (de ahí que la discusión de la elección de régimen cambiario se haya dejado para el capítulo sobre implicaciones de política económica). Si éstas quizá son las medidas más adecuadas es porque la apreciación de la moneda (sea abandonando el tipo de cambio fijo o no) es el ajuste natural a las entradas de capital. Si no se realiza ese ajuste puntual y progresivamente y no se evitan completamente —mediante el uso de otros instrumentos distintos al manejo del tipo de cambio— los efectos perniciosos de las entradas de capital, la economía en cuestión es susceptible a que antes o después un ataque especulativo fuerce un ajuste súbito y probablemente excesivo<sup>27</sup> del tipo de cambio. Lo malo de esta medida es, en primer lugar, que el ajuste del tipo de cambio (vía apreciación nominal o vía flexibilización) no es demasiado habitual o, cuando se lleva a cabo, no es suficiente. En segundo lugar, una apreciación nominal trae consigo una pérdida de competitividad que, a su vez, presiona al alza sobre las expectativas de devaluación de los inversores internacionales, poniendo en peligro el régimen cambiario del país en cuestión<sup>28</sup>. Finalmente, si en lugar de una apreciación se da la flexibilización total del tipo de cambio, aparecerán los inconvenientes de los tipos de cambio flotantes, que se analizan en el capítulo 5, epígrafe A.

---

<sup>27</sup> Excesivo por la existencia de ciertos mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros, como el *herding*, los *bandwagon effects*, el pánico financiero..., que se estudian en el capítulo 2.

<sup>28</sup> Ya se verá, al estudiar modelos de crisis financieras, el papel crucial de las expectativas de devaluación en la generación de crisis.

La esterilización es un instrumento muy controvertido, como ya se ha visto. Por una parte, puede no resultar eficaz en absoluto porque la movilidad del capital sea tanta como para que se haya perdido la independencia de la política monetaria. Por otra parte, cuando es eficaz (que, según algunos estudios empíricos, lo ha sido en ocasiones) se incrementa el diferencial de tipos de interés, de forma que se perpetúan las entradas de capital y el consiguiente recalentamiento. Además, se incrementa la proporción de capital volátil en el total, con lo que aumenta la fragilidad financiera. La limitación del recurso al redescuento del banco central podría ser un buen instrumento para evitar el crecimiento de la base monetaria sin incurrir en algunos de los costes de la esterilización. No obstante, la inflexibilidad del mismo hace que su utilización con criterios contracíclicos sea muy difícil. Además, si este instrumento fuera suficientemente flexible, podría servir para controlar el recalentamiento, pero quizá agravase la fragilidad financiera, dado que su manejo frecuente dificulta la gestión de las instituciones financieras.

El incremento de los requerimientos de reservas puede no ser eficaz como consecuencia de la desintermediación financiera, con lo que no se alcanzaría el objetivo de controlar el crecimiento de los agregados monetarios. Además, puede conducir a una mayor fragilidad financiera, por una parte, porque el manejo frecuente con criterios contracíclicos de este instrumento dificulta a los bancos la gestión de sus carteras; y, por otra parte, porque la desintermediación hace que sean las IFNB las que canalizan los capitales extranjeros hacia la economía nacional y éstas son más difíciles de regular y supervisar que los bancos.

La contracción fiscal sería un instrumento muy valioso porque actuaría directamente sobre la demanda interna. El problema es su falta de flexibilidad, que hace que no pueda ajustarse a los vaivenes del capital extranjero con la celeridad necesaria (aparte de que el manejo del presupuesto con criterios contracíclicos no es lo más recomendable en un país en desarrollo).

Finalmente, la regulación y supervisión del sistema financiero interno presenta el inconveniente de que no se puede aplicar al mismo ritmo al que entra el capital extranjero (debido a múltiples obstáculos institucionales). Los movimientos de capital

se producen a gran velocidad gracias a la apertura financiera y a los avances tecnológicos. En cambio, el establecimiento de un buen sistema de regulación y supervisión requiere el aprendizaje por parte de los gobernantes y de los gestores de las normas de regulación internacionales, modificaciones legales, la formación de un cuerpo de supervisores y la puesta en marcha de un sistema de penalizaciones a los infractores de la regulación... y todo eso, a su vez, requiere tiempo. Pero cabe considerar, como con los controles de capital, que la regulación y supervisión tienen un gran potencial como forma de mantener bajo control la fragilidad financiera y, así, la probabilidad de que se dé una crisis. De ahí que prosiga su análisis en el capítulo 5.

En definitiva, en este capítulo se han analizado cómo la interacción entre gestión macroeconómica y entradas de capital puede redundar en la aparición de recalentamiento y/o fragilidad financiera en las economías que llevan a cabo esa gestión y reciben ese capital. Expuesto de forma cronológica (y, por tanto, simplificada) el proceso sería el siguiente: se impone un paquete de medidas de corte neoliberal —como consecuencia del paradigma económico dominante y de ciertas necesidades internas de las economías en cuestión—; las medidas de ese paquete inciden en el volumen y estructura de las entradas de capital; el peligro que esas entradas de capital supone para la estabilidad macroeconómica y financiera hace que se lleven a cabo otra serie de medidas de política económica, las cuales pueden resultar ineficaces o incluso contraproducentes<sup>29</sup>. En el capítulo siguiente se tratará de encontrar teorías sobre crisis financieras en las que el recalentamiento y/o la fragilidad financiera desempeñen un papel en el estallido de crisis. Si efectivamente se encuentran modelos con tales características se podrán ensamblar éstos con las teorías estudiadas en este capítulo, de forma que quedarían, en un mismo marco teórico, las entradas de capital, la gestión macroeconómica, el recalentamiento y la fragilidad financiera, y el estallido de crisis financieras. Con ello se estará respaldando teóricamente la hipótesis general de este trabajo: la interacción entre la gestión macroeconómica y el volumen y estructura de las entradas de capital en economías

---

<sup>29</sup> Al analizarse el caso de las entradas de capital y la gestión macroeconómica en los países de Asia-3 (capítulo 3), se presentan dos gráficos de cómo se dieron estos procesos en dichos países (gráficos 3.20 y 3.21).

emergentes puede derivar en inestabilidad macroeconómica y financiera que posibilita el estallido de crisis financieras.

## **CAPÍTULO 2.**

### **TEORÍAS SOBRE CRISIS FINANCIERAS: CRISIS PROPICIADAS POR LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y LA GESTIÓN MACROECONÓMICA**

En este capítulo se van a repasar diversos estudios teóricos sobre las causas y mecanismos del estallido de crisis financieras. Hasta aquí se han estudiado teorías que ponen de manifiesto cómo la interacción entre entradas de capital y gestión macroeconómica en economías emergentes puede dar lugar a problemas de recalentamiento y/o fragilidad financiera. Este capítulo tendría que servir para encontrar algún modelo teórico que explicara las crisis financieras en virtud de esos problemas de recalentamiento y/o fragilidad financiera, para así poder sustentar en tales teorías la subhipótesis nº 4 de este trabajo<sup>30</sup>. De esta forma, como ya se ha comentado, quedarían vinculadas, en un mismo marco teórico, las teorías analizadas en el capítulo 1 con las teorías de crisis financieras; y con ayuda de ese marco teórico se trataría de explicar más adelante las crisis de Tailandia, Malasia e Indonesia.

En primer lugar (epígrafe A) se van a estudiar las principales teorías sobre crisis financieras. Se verán sólo aquellas en las que el deterioro de los parámetros fundamentales (cualquiera que sea su naturaleza: comerciales, financieros...) desempeñe algún papel en la generación de la crisis, dado que en este trabajo se pretende vincular, como se acaba de indicar, ciertos problemas generados por las entradas de capital con el estallido de crisis. En el epígrafe B se repasarán algunas otras aportaciones teóricas relacionadas con las crisis financieras, pero que abordan la cuestión desde otras perspectivas: las crisis como consecuencia de otras crisis; las crisis como consecuencia de ciertos comportamientos de los agentes privados; y las crisis financieras de doble vertiente (cambiaria y bancaria). Éstas servirán de complemento a las teorías del epígrafe A, pero en ningún caso podrían constituir el grueso de las teorías sobre crisis necesarias para constituir el marco teórico de este trabajo.

---

<sup>30</sup> Recuérdese que dicha subhipótesis decía que la inestabilidad macroeconómica y financiera posibilita el estallido de crisis financieras —en particular, el estallido de crisis por autocumplimiento de expectativas—.

## **A. ALGUNOS MODELOS TEÓRICOS DE CRISIS FINANCIERAS**

Este epígrafe se adentra en las teorías que explican cómo y por qué se producen crisis financieras (sobre todo, pero no sólo, en economías en desarrollo) relacionadas de una u otra forma con el deterioro de algún (algunos) parámetro(s) fundamental(es). Como es habitual en la literatura especializada, se clasifican los modelos teóricos en modelos de primera generación y modelos de segunda generación. Bien es verdad que numerosos especialistas han aceptado la denominación de tercera generación para muchos modelos surgidos tras el estallido de las crisis asiáticas. Más adelante se argumentará que, si bien se puede considerar que efectivamente los así denominados modelos merecen ser distinguidos de los de segunda generación, en este trabajo se considerará que son de segunda generación todos aquellos modelos según los cuales las crisis son contingentes; y dicho criterio hará que caigan en la misma categoría los modelos de segunda generación “tradicionales” y los denominados de tercera. Hay muchas otras aportaciones teóricas, más allá de las distintas generaciones de modelos, que tienen que ver con el estallido de crisis financieras. Si no son tratadas como parte de la literatura básica sobre crisis es porque: (1) tratan cuestiones de comportamiento de los agentes privados (pánicos financieros, *herding*, etc.) y/o de características de los mercados financieros internacionales (por ejemplo, la existencia de volatilidad)<sup>31</sup> que, si bien son interesantes incluso como complementos de los modelos en los que este análisis se centra, se alejan demasiado del enfoque nacional que aquí se ofrece; o (2) se refieren a cuestiones en las que este trabajo ya ha incidido con anterioridad (en el capítulo 1, epígrafe B), sobre crecimiento de inestabilidad macroeconómica y/o fragilidad financiera, pero no atienden suficientemente a cómo esos problemas derivan en crisis<sup>32</sup>.

### **a) Modelos de primera generación o las crisis inevitables**

Los denominados modelos de primera generación surgen con un artículo de Paul Krugman de 1979. Lo que se considera más relevante del modelo de Krugman (1979)

---

<sup>31</sup> Véanse, por ejemplo, Calvo y Mendoza (1997) o Eatwell (1996).

<sup>32</sup> Recuérdense por ejemplo, los estudios de McKinnon y Pill (1997 y 1999) o Montiel (1999).



es que, como se verá, argumenta que las crisis cambiarias son la consecuencia de la financiación de un déficit público mediante una política monetaria expansiva bajo un régimen de tipo de cambio fijo; en otras palabras, de la incompatibilidad de un tipo de cambio fijo con unas políticas fiscal y monetaria expansivas. Hay otros modelos de primera generación que siguen muy de cerca al de Krugman (1979). Se describirá, como ejemplo, el de Flood y Garber (1984b), quienes desarrollan un modelo lineal con el objeto de estimar el momento exacto de un ataque especulativo y del consiguiente agotamiento de las reservas del banco central.

Otros modelos de primera generación se alejan algo de la línea original mediante la introducción de nuevos supuestos, nuevas variables, etc. En cualquier caso, el que más se distancia de los primeros modelos es Dooley (1997), al presentar un modelo de primera generación en el que la incompatibilidad de políticas que conduce a las crisis es distinta a la señalada en esos modelos anteriores. Adelántese aquí que el modelo de Dooley (1997) va a resultar de más utilidad para entender las crisis financieras asiáticas que cualquier otro modelo de primera generación.

Es importante señalar que no se pretende ofrecer una enumeración (ni una explicación) exhaustiva de los modelos de primera generación ni de sus modificaciones, sino simplemente mostrar algunos ejemplos del trabajo que diversos autores han realizado en este campo de estudio.

En cualquier caso, antes de comenzar uno ha de preguntarse qué es lo que hace que todos estos modelos puedan agruparse en una misma categoría. Aunque en la literatura al respecto hay cierto consenso sobre cuáles son los modelos de primera generación, resulta adecuado precisar qué se entiende en este trabajo por modelos de primera generación. Lo que aquí se considera más definitorio de un modelo de primera generación es que presentan las crisis financieras como fenómenos inevitables y predecibles, y que ocurren como consecuencia de la incompatibilidad de unas políticas económicas con otras. Atendiendo a esta definición tienen cabida en este apartado modelos como el de Krugman (1979) y sus seguidores, dado que en ellos la crisis es consecuencia inevitable y predecible de la incompatibilidad de las políticas fiscal y monetaria con la política cambiaria. Y también tienen cabida modelos como el de

Dooley (1997), en el que la incompatibilidad surge entre una política de crédito restrictiva y las garantías institucionales a los residentes nacionales. Si se insistiera, como es habitual, en que la incompatibilidad de políticas ha de ser exclusivamente la planteada por Krugman (1979) habría de excluirse de esta clasificación el modelo de Dooley (1997), que es, sin embargo, un buen ejemplo de los esfuerzos que se pueden realizar para ampliar la capacidad explicativa (e incluso predictiva) de los modelos de primera generación.

A continuación, en primer lugar, se presenta lo que se puede llamar el modelo de primera generación original o básico (el modelo de Krugman, 1979, y otros muy similares). En segundo lugar, se describen modelos de primera generación que se alejan de una u otra forma del modelo original. Y, finalmente, se repasa la literatura empírica (econométrica, sobre todo) sobre crisis financieras con el fin de evaluar el soporte empírico con que cuentan estos modelos.

### **a.1) El modelo original o básico**

Este apartado se ocupa de explicar con cierto detalle el primer modelo de primera generación (Krugman, 1979) y de resumir algunos otros modelos, desarrollados en la primera mitad de los años ochenta, que siguen muy de cerca la formalización realizada por Krugman a finales de los años setenta. De estos modelos básicos u originales han surgido algunos otros, con ligeras variaciones en los supuestos o incluso grandes cambios en las variables tenidas en consideración, de los que se ocupará el siguiente apartado (a.2).

#### **El primer modelo: Krugman (1979)**

Como ya se ha comentado, el primer modelo aparece en 1979 de la mano de Paul Krugman. Dicho modelo está inspirado en uno anterior (Henderson y Salant, 1978)<sup>33</sup>, que explica cómo y cuándo se produce el agotamiento de reservas de un bien no renovable (el oro, por ejemplo) del que se ha fijado el precio. Krugman explica

---

<sup>33</sup> Existen, además, versiones anteriores de estos modelos, como la que presenta, por ejemplo, Hotelling (1931).

cómo y cuándo se produce el agotamiento de las reservas en moneda extranjera de un banco central, dada la existencia de un tipo de cambio fijo. El paralelismo entre ambos modelos es evidente: Henderson y Salant (1978) estudian el comportamiento de las reservas de un bien no renovable cuando existe un precio fijo para tal bien; y Krugman (1979) estudia el comportamiento de las reservas en moneda extranjera cuando hay un tipo de cambio fijo (cuando el precio de la divisa es fijo).

En el artículo de Krugman se define una crisis de balanza de pagos como el momento en que “el gobierno deja de ser capaz de defender la paridad fija a causa de las restricciones a las que están sometidas sus acciones” (Krugman, 1979, pág. 311). Lo que ocurre, expresado de forma muy resumida, es que las políticas fiscal y monetaria expansivas generan un exceso de oferta de dinero, parte del cual es cambiado por divisas en el banco central, generándose así una pérdida de reservas. Si las políticas fiscal y monetaria (déficit público y crecimiento de la oferta monetaria) persistieran, llegaría un momento en que las reservas se agotarían. Los inversores adelantan el agotamiento de las reservas mediante un ataque especulativo que les permite evitar las pérdidas que para ellos supondría la devaluación. Al agotarse las reservas por el ataque, a las autoridades monetarias les resulta imposible seguir manteniendo el tipo de cambio. Pero véase todo esto más detenidamente.

El modelo se sustenta en los siguientes supuestos<sup>34</sup>:

1. hay paridad de poder adquisitivo y los precios internacionales son constantes e iguales a uno, con lo que el nivel de precios nacional es igual al tipo de cambio, y la tasa de inflación esperada ( $p$ ) es igual a la tasa de depreciación esperada ( $s$ );
2. hay dos activos financieros, dinero nacional ( $M$ ) y dinero extranjero ( $F$ ), y mientras que los agentes nacionales reparten su riqueza entre ambos activos en función de sus expectativas de inflación ( $p$ ), los agentes extranjeros no pueden tener dinero nacional;
3. las autoridades monetarias sólo pueden defender el tipo de cambio fijo mediante la intervención en el mercado de divisas;

---

<sup>34</sup> Para este modelo hay algunos supuestos más que no se especifican en el texto. Sólo se enumeran los que son más necesarios para que se entienda esta breve explicación del modelo.

4. el incremento de la oferta monetaria viene determinado exclusivamente por las necesidades de financiación del sector público, y nunca por un aumento del crédito concedido por las autoridades monetarias al sistema bancario<sup>35</sup>;
5. la única manera de financiar el déficit público es precisamente acudiendo al banco central, y nunca mediante, por ejemplo, la emisión de deuda pública;
6. la capacidad predictiva de los especuladores es “sofisticada”. Por tanto hay *perfect foresight* (previsión perfecta), lo que implica que  $p = \Delta P/P$  (siendo  $p$  la inflación esperada y  $P$  el nivel de precios).

Véase qué ocurre, dados estos supuestos, cuando el gobierno lleva a cabo una política de tipo de cambio fijo a la vez que una política fiscal con déficit presupuestario. Por una parte, dado el supuesto nº 5, el déficit público ha de financiarse mediante la emisión de dinero, es decir, mediante el crecimiento de la oferta monetaria. Por otra parte, mientras los agentes privados crean que se va a mantener el tipo de cambio fijo, la tasa de devaluación esperada y la tasa de inflación esperada (que son iguales, dado el supuesto nº 1) son cero. Al ser cero la inflación esperada, la proporción de riqueza que se quiere mantener en dinero nacional ( $M$ ) y la proporción que se quiere mantener en divisas ( $F$ ) es constante, dado el supuesto nº 2. Así pues, por una parte, la oferta monetaria está creciendo, debido a las necesidades de financiación del sector público y, por otra parte, la demanda de dinero se mantiene constante. Se genera, por tanto, un exceso de oferta de dinero que los agentes privados querrán cambiar parcialmente por divisas para mantener fijas las proporciones de riqueza que mantienen en uno y otro activo ( $M$  y  $F$ ). Ello trae consigo la reducción de las reservas en moneda extranjera de las autoridades monetarias.

Si siguiera dándose una política fiscal deficitaria y siguiera monetizándose el déficit, llegaría un momento en que se agotarían las reservas en divisas del país. No obstante, antes de que llegue ese momento, se produce un ataque especulativo contra las reservas del banco central. ¿Por qué se produce dicho ataque? ¿Qué pasaría si no se

---

<sup>35</sup> Krugman admite la posibilidad de que la expansión de la oferta monetaria venga dada por las necesidades de financiación del sistema bancario, pero no la incluye en su modelo. En cualquier caso (se incremente la oferta monetaria para financiar el déficit público o para financiar al sistema bancario), las consecuencias de tal incremento de la oferta monetaria serían idénticas, según este modelo.

produjera? Si no se diera un ataque especulativo, las reservas se irían reduciendo progresivamente hasta su total agotamiento. Cuando se agotaran las reservas, los agentes privados no podrían seguir intercambiando el exceso de oferta monetaria por divisas, de forma que “el equilibrio de cartera [comenzaría] a determinar el nivel de precios en vez de determinar la oferta monetaria” (Krugman, 1979, pág. 319). Es decir, en ese momento los precios empezarían a crecer. Por el supuesto nº 6 (*perfect foresight*), ese crecimiento de los precios supondría el inmediato crecimiento de la inflación esperada ( $p$ ), que a su vez supondría una reducción de la proporción de riqueza que los agentes privados nacionales están dispuestos a mantener en moneda nacional. Así, caería la demanda de moneda nacional y se produciría un salto discreto del tipo de cambio y del nivel de precios (que son iguales, dado el supuesto nº 1). Así pues, en ausencia de un ataque especulativo, se generaría una inflación de precios y la devaluación de la moneda nacional tras el agotamiento de las reservas en divisas.

Mientras los agentes consideran que la política cambiaria puede mantenerse, sus expectativas de inflación son cero, de manera que la demanda de dinero permanece constante. Pero llega un momento en que los agentes privados son conscientes de que se están perdiendo reservas, de que tales pérdidas pueden conducir al agotamiento total de las mismas, de que tras el agotamiento de las reservas viene la inflación y la devaluación de la moneda nacional, y de que ello traería consigo pérdidas para los agentes que aún mantuvieran parte de su riqueza en moneda nacional. En ese momento, se elevan las expectativas de inflación, cae la demanda de dinero, y se intercambia la moneda nacional por divisas para evitar las pérdidas que el agotamiento de las reservas implicaría. Así, se produce un ataque especulativo contra la moneda nacional que adelanta el agotamiento de las reservas del banco central.

En este modelo no sólo se considera que se produce un ataque especulativo antes del agotamiento total de las reservas, sino que se indica en qué momento concreto se produce dicho ataque. No obstante, esta cuestión (la determinación del momento del ataque) está tratada más extensamente en modelos posteriores. Krugman (1979) simplemente apunta que el ataque especulativo se produce cuando el tipo de cambio que se espera que prevalezca tras el abandono de la paridad fija es igual al tipo de cambio fijo. Siendo así, el ataque y el consiguiente abandono del ancla no traen

consigo un salto discreto del nivel de precios ni del tipo de cambio, con lo que los agentes privados no sufren pérdidas. Asimismo señala que ese momento del ataque llegará tanto más tarde cuanto mayor sea la cantidad de reservas del banco central.

### **El modelo de Flood y Garber (1984b)**

Aquí se presenta un modelo prácticamente igual al de Krugman (1979). El análisis será brevísimo, en primer lugar, porque no merece la pena insistir en este modelo original, una vez expuesto el de Krugman (1979) y, en segundo lugar, porque ya se realizó una descripción algo más detallada de éste (y de otros modelos de primera generación) en Bustelo *et al.* (2000).

Los supuestos de los que parte el modelo de Flood y Garber (1984b) coinciden bastante con los vistos anteriormente para el modelo de Krugman (1979). No obstante, existe entre ambos una diferencia importante, que consiste en que en Flood y Garber (1984b) no se especifica que la tasa de crecimiento del crédito interno venga dada por las necesidades de financiar el déficit público, a pesar de lo cual el resultado del modelo es el mismo. Dicho de otra forma, dada la ecuación de balance del banco central  $M = R + D$ <sup>36</sup>, sea lo que sea lo que determina el crecimiento del crédito interno (D), cuando hay un tipo de cambio fijo no se puede permitir que dicho crecimiento traiga consigo el crecimiento de la oferta monetaria (M). Si creciera la oferta monetaria, y dada una demanda de dinero constante (por ser constante el tipo de cambio), se rompería el equilibrio en el mercado de dinero, y la moneda nacional perdería valor. Para evitar tal fluctuación del valor de la moneda se ha de esterilizar el crecimiento del crédito interno mediante una reducción de la misma magnitud de las reservas en divisas del banco central (R). Igual que en Krugman (1979), si el proceso continuara llegaría un momento en que las reservas se agotarían y se habría de permitir que el crecimiento del crédito interno redundara en un incremento de la oferta monetaria y en la consiguiente flotación de la moneda nacional.

---

<sup>36</sup> Donde M es la oferta monetaria, R es el nivel de reservas en divisas y D es el crédito interno (crédito del banco central).

El colapso del régimen cambiario, como en Krugman (1979), no se produce cuando se alcanza un mínimo de reservas (que en estos modelos suele ser cero) mediante el proceso descrito, sino cuando un ataque especulativo lo adelanta. Con *perfect foresight*, los agentes privados prevén el momento de la crisis y sus consecuencias —el salto discreto de los precios y del tipo de cambio—, por lo que demandan moneda extranjera con el ánimo de evitar las pérdidas que dicho salto discreto supondría para ellos. Flood y Garber (1984b) desarrollan más que Krugman (1979) la cuestión del momento del ataque. Definen el tipo de cambio sombra como “el tipo de cambio flotante que resultaría si el tipo de cambio fijo colapsara en un momento dado” (Flood y Garber, 1984b, pág. 4); y explican por qué el momento del ataque llega cuando el tipo de cambio sombra se iguala al tipo de cambio fijo. Si el tipo de cambio sombra es superior al tipo fijo, los agentes privados compiten por conseguir los beneficios de comprar divisas antes de la flotación (antes del encarecimiento de la divisa), de forma que se adelanta el ataque. Si, por el contrario, el tipo de cambio sombra es inferior al tipo fijo, los agentes privados no ganan nada comprando divisas, que serían más baratas tras la flotación, de forma que no se produce el ataque. Así pues, como ya indicó Krugman (1979), el ataque se produce cuando se igualan el tipo de cambio sombra y el tipo de cambio fijo. Esta igualdad se producirá más tarde cuanto mayor sea el nivel de reservas del país y cuanto menor sea la tasa de crecimiento del crédito interno.

## **a.2) Otros modelos de primera generación**

Se verán, en primer lugar, algunas extensiones del modelo básico. Éstas modifican supuestos o añaden variables o introducen mayor complejidad al modelo original, pero conservan el tipo de incompatibilidad de política económica de dicho modelo original (recuérdese: la política cambiaria de tipo de cambio fijo resulta incompatible con unas políticas fiscal y monetaria expansivas). En segundo lugar, se estudiará el modelo de Dooley (1997), que resulta de especial interés en la medida en que abandona ese tipo de incompatibilidad de política económica y lo sustituye por otro tipo de incompatibilidad. El resultado es un modelo de primera generación mucho más “moderno”, en el sentido de que es más acorde con la realidad de las crisis financieras acontecidas en los años noventa.

## Extensiones del modelo básico<sup>37</sup>

El mismo Krugman (1979) modifica su modelo al introducir incertidumbre sobre la cantidad de reservas que el banco central está dispuesto a usar en defensa del tipo de cambio fijo. Se supone, entonces, que los agentes saben que el gobierno va a usar una cantidad determinada de reservas ( $R_1$ ) y que hay otra cantidad ( $R_2$ ) que dichos agentes no saben si será utilizada o no. Asimismo, se supone que una vez que se haya empezado a usar  $R_2$  los agentes saben que el gobierno está dispuesto a usar todo  $R_2$ . Si se decide usar  $R_2$  ante un ataque especulativo contra  $R_1$ , se evita el agotamiento de las reservas y el abandono del régimen cambiario. No obstante, como los agentes privados saben que se va a utilizar todo  $R_2$ , puede darse un segundo ataque especulativo. Así, si hay incertidumbre al respecto de la cantidad de reservas destinadas a la defensa del tipo fijo, puede producirse una sucesión de ataques especulativos que igualmente culmine en un abandono del régimen cambiario.

También Flood y Garber (1984b) modifican su propio modelo, mediante la introducción de incertidumbre. En concreto, eliminan el supuesto de *perfect foresight* e introducen incertidumbre al respecto de la tasa de crecimiento del crédito interno. Es decir, los inversores desconocen cuándo y de qué magnitud van a ser las expansiones del crédito. La probabilidad de que se produzca un ataque en el período siguiente depende de la probabilidad de que el incremento de crédito sea suficiente como para que, en caso de ataque especulativo, se diera una depreciación discreta de la moneda. Al haber incertidumbre sobre el crecimiento del crédito, también la habrá sobre el momento en que se va a producir el ataque. En cualquier caso, la probabilidad de que se ataque la moneda en el período siguiente siempre es mayor que cero, lo que implica la aparición de un descuento a futuros sobre el tipo de cambio esperado, que hace que la demanda de dinero sea menor que en el modelo sin incertidumbre. Así, las reservas son también menores que las del modelo no estocástico. Con todo esto, se concluye que al introducir este tipo de incertidumbre en el modelo básico de primera generación se acelera el proceso que conduce al ataque especulativo y al consiguiente

---

<sup>37</sup> Se van a ver tan sólo unos ejemplos de como se ha modificado el modelo básico de primera generación. Más detalles sobre extensiones de dicho modelo básico se encuentran en Agénor *et al.* (1992) y en Blackburn y Sola (1993).



abandono del régimen cambiario. Finalmente, la incertidumbre implica que la pérdida de reservas sea mayor que el crecimiento del crédito por la mayor probabilidad de que se produzca un cambio de régimen.

Con respecto al modelo desarrollado por Connolly y Taylor (1984), una importante diferencia con respecto al modelo básico es que en éste en vez de un tipo de cambio fijo hay un tipo de cambio deslizante. Un tipo de cambio deslizante consiste en que las autoridades monetarias anuncian una tasa constante de depreciación del tipo de cambio. Dada la tasa anunciada de depreciación, los agentes privados mantienen su equilibrio de cartera mediante el incremento de la demanda de dinero a esa misma tasa. Así, cuando el crecimiento del crédito interno es mayor que el incremento del tipo de cambio, el crecimiento de la demanda de dinero no es suficiente como para absorber todo el incremento de la oferta monetaria. Como en los modelos anteriores, para evitar los efectos que el exceso de oferta de dinero tiene sobre el tipo de cambio, es necesario perder reservas, dada la ecuación de balance del banco central.

Al igual que en los otros modelos las reservas no llegan a agotarse mediante este proceso, sino que los agentes adelantan dicho agotamiento mediante un ataque especulativo. Según este modelo el momento del ataque será antes cuanto mayor sea la sensibilidad de la demanda de dinero con respecto a la inflación esperada, cuanto mayor sea la diferencia entre la tasa de crecimiento del crédito interno con respecto a la tasa de depreciación del tipo de cambio, y cuanto menor sea el *stock* de reservas con respecto al crédito interno.

Una interesante aportación de este modelo es que además estudia el comportamiento de los precios relativos bajo el régimen de tipo de cambio deslizante. Para ello se supone (como en el modelo de Krugman, 1979) que el gobierno financia sus gastos mediante la creación de dinero. Su conclusión es que el precio relativo de los bienes no comercializables es creciente siempre que el crecimiento del crédito interno exceda la tasa de depreciación de la moneda. El incremento del precio relativo de los bienes no comercializables se frena súbitamente en el momento del colapso del

régimen cambiario. Dicho incremento puede traer consigo el empeoramiento del saldo por cuenta corriente durante la existencia del tipo de cambio deslizando.

Otro caso que resulta especialmente interesante, por lo crítico que es, es el modelo de Flood *et al.* (1996). Critican el hecho de que en los modelos de primera generación los gobiernos permitan la caída repentina de las reservas que se produce en el momento del ataque especulativo. Arguyen que lo habitual, como ocurrió por ejemplo en México en 1994, es que se esterilicen las pérdidas de reservas para evitar la súbita reducción de la base monetaria. Si la pérdida de reservas efectivamente se esteriliza en el momento del ataque (por ejemplo mediante la compra de bonos) el tipo de cambio sombra estará siempre por encima del tipo de cambio fijo, con lo que el ataque sería inmediato a la imposición del régimen de tipo fijo. Esto supone un evidente problema para los modelos de primera generación al implicar la incompatibilidad del tipo de cambio fijo con la esterilización de la caída de las reservas en el momento del ataque. Según Flood y Marion (1998) los modelos de primera generación recuperan el sentido (incluso teniendo en cuenta que se esteriliza la caída de las reservas en el ataque) si se introduce una prima de riesgo en la paridad del tipo de interés, y si se elimina el ataque del mercado de dinero, trasladándolo a otro mercado financiero (por ejemplo el mercado de bonos, si es que la esterilización se realiza comprando bonos)<sup>38</sup>.

### **El modelo de Dooley (1997)**

Se verá más adelante que los modelos de primera generación comenzaron a perder vigencia y seguidores a comienzos de los años noventa y especialmente a raíz del estallido de crisis como la del SME (Sistema Monetario Europeo) y la de México, que tan mal encajaban con la doctrina de dichos modelos. Pero a finales de esa misma década, con el estallido de las crisis asiáticas, Dooley (1997) desarrolla un modelo que trata de recuperar la tradición de la primera generación: “(...) puede que hayamos abandonado los modelos de primera generación de forma prematura. El conflicto de política económica considerado en esos modelos no parece ser consistente con el

---

<sup>38</sup> Más discusión sobre la calidad de un modelo de primera generación con estas características en Flood y Marion (1998).

comportamiento de los gobiernos antes de las crisis asiáticas. Pero en lugar de recurrir a supuestos más complejos sobre el comportamiento de los agentes, quizá sea fructífero considerar un conflicto alternativo sujeto a la disciplina que provee un modelo de primera generación” (Dooley y Walsh, 1999, pág. 29).

El conflicto habitual en los modelos de primera generación, como ya se ha visto, es la incompatibilidad de una política de tipo de cambio fijo con unas políticas fiscal y monetaria excesivamente expansivas; y el sector privado no hace más que adelantar el abandono del régimen cambiario. En cambio Dooley (1997) pone el acento en la incompatibilidad entre el deseo de las autoridades económicas de mantener reservas como una forma de seguro contra *shocks* o perturbaciones de consumo interior y las garantías que dichas autoridades económicas ofrecen a los residentes del país en cuestión<sup>39</sup>. El conflicto surge del hecho de que el primer objetivo de política económica requiere que se acumulen reservas mientras que el segundo requiere tener disponibles esas reservas para cubrir las obligaciones financieras de los residentes.

El proceso por el que se genera la crisis es el siguiente. Para empezar, se relaja una restricción anterior, lo que permite al gobierno acumular activos de manera que se obtienen reservas positivas y su política de garantizar las obligaciones de los residentes resulta verosímil<sup>40</sup>. Al contar el gobierno con suficientes reservas y ser verosímiles las garantías que ofrece, la rentabilidad de los activos del país en cuestión se eleva por encima de la rentabilidad del mercado, durante un período de tiempo predecible. Ese aumento de rentabilidad, junto con la liberalización financiera y la intermediación bancaria laxamente regulada, atrae capital extranjero. Las entradas de capital tendrán su contrapartida en una combinación de un incremento de reservas, un déficit por cuenta corriente o una salida bruta de capital extranjero. La distribución entre estas posibilidades es, no obstante, irrelevante para el modelo. En cualquier caso, mientras los activos garantizados no tienen riesgo no hay incentivos para el ataque. Pero llega un momento en que esos activos garantizados igualan las reservas del banco central.

---

<sup>39</sup> Dooley (1999) matiza que las garantías de las que habla en su modelo de 1997 tienen una triple vertiente: la apertura de la cuenta de capital, el tipo de cambio fijo y la función de PUR.

<sup>40</sup> El autor ofrece un ejemplo de relajación de una restricción previa: la reducción de los tipos de interés internacionales en 1989 rebajó el precio de la deuda externa de los países en desarrollo, lo que, a su vez, implicó una ganancia de capital que podía reservarse para asegurar las obligaciones financieras de los residentes.

En ese momento existe el riesgo de que el banco central no pueda hacer frente a las garantías, lo que hace caer la rentabilidad esperada de los activos. Entonces los inversores competirán por cambiar sus activos por divisas para evitar las pérdidas que sufrirían si el banco central no pudiera afrontar las garantías que había ofrecido. Así, se produce un ataque especulativo contra el sistema bancario (crisis bancaria) que redundaría en el agotamiento de las reservas en moneda extranjera del banco central, lo que, al haber un tipo de cambio fijo, supone el abandono del régimen cambiario (crisis cambiaria).

De este modelo se pueden extraer varias conclusiones de interés. En primer lugar, ofrece una explicación coherente de la secuencia de movimientos de capital que se produce antes de las crisis financieras: primero entra capital en grandes cantidades, que posteriormente sale de forma abrupta dando lugar a una crisis financiera. Esto resulta interesante dado que la hipótesis general de esta tesis incluye la idea de que las entradas masivas de capital alimentan, mediante diversos procesos, el estallido de una crisis y la consiguiente salida de dicho capital.

En segundo lugar, otra importante conclusión del modelo es que la liberalización financiera, la existencia de garantías institucionales y la escasa regulación y supervisión del sistema financiero nacional son supuestos necesarios para que se pueda dar la secuencia de entrada y salida del capital. La liberalización financiera permite la entrada del capital con que se inicia la secuencia; y las garantías, junto con la falta de regulación y supervisión, favorecen que las empresas nacionales realicen operaciones arriesgadas que mermarán su capacidad para hacer frente a sus obligaciones extranjeras. De ello se deriva, además, que el crecimiento rápido del crédito bancario puede servir como indicador de una futura crisis bancaria y de la consiguiente crisis cambiaria. Así pues, se observa una similitud considerable entre el modelo de Dooley (1997) y las ideas estudiadas en el capítulo 1 (y condensadas en la subhipótesis nº 1 y la subhipótesis nº 2.2): ciertas políticas de corte neoliberal, como la liberalización financiera, favorecen la entrada de capital, que, en virtud de la existencia de garantías institucionales y de la falta de regulación y supervisión bancarias, generan fragilidad en el sistema financiero nacional (recuérdense, por ejemplo, las teorías, allí expuestas, de McKinnon y Pill, 1997 y 1999). Resulta asimismo interesante que el

modelo de Dooley (1997) apoya también la subhipótesis nº 4.2, es decir, que explica además el salto de la fragilidad financiera a la crisis.

En tercer lugar, cuando Dooley (1997) hace referencia a que las entradas de capital pueden tener asociado un incremento de las reservas internacionales, se está haciendo referencia al inicio del proceso conducente al recalentamiento, provocado por las entradas de capital y analizado en un epígrafe anterior (epígrafe B del capítulo 1). En su modelo esto no tiene demasiada importancia, pero otros modelos consideran que, como la fragilidad financiera, el recalentamiento puede ser un elemento más del proceso que culmina en la crisis financiera.

Finalmente, si se considera que este modelo puede situarse entre los modelos de primera generación, a pesar de lo alejado que se encuentra del modelo básico no es sólo porque el mismo autor diga que su modelo es de primera generación: “el objetivo de este documento de trabajo es exponer un modelo de primera generación basado en un conjunto alternativo de parámetros fundamentales” (Dooley, 1997, pág. 3). Se considera que es un modelo de primera generación porque, como en los demás, (1) se presenta un conflicto de política económica que supone un deterioro progresivo de los parámetros fundamentales de la economía (de parámetros financieros, en este caso); (2) dicho deterioro de los parámetros fundamentales culmina necesariamente en una crisis financiera, cuyo momento se puede prever; y (3) se incluyen unos agentes privados informados y racionales, cuyas expectativas dependen de la evolución de dichos parámetros fundamentales.

### **a.3) Contrastación en la literatura empírica<sup>41</sup>**

Los modelos de primera generación muestran cómo determinadas incompatibilidades entre políticas económicas provocan un empeoramiento de los parámetros fundamentales de la economía; y cómo dicho empeoramiento advierte a los inversores sobre la posibilidad de sufrir pérdidas en caso de abandono del tipo de cambio fijo, por lo que se genera un ataque especulativo que adelanta dicho abandono.

---

<sup>41</sup> Para una buena clasificación de los estudios empíricos de crisis financieras véase Kruger *et al.* (1998).

Véanse ahora algunos estudios empíricos sobre crisis financieras con el ánimo de evaluar la coincidencia entre éstos y los modelos de primera generación.

Hay numerosos estudios empíricos que analizan el comportamiento de las principales variables económicas (en ocasiones también políticas o institucionales) antes del estallido de las crisis financieras. Se considera que, en caso de encontrarse regularidades en dicho comportamiento, sería posible utilizar tales regularidades como indicadores de que se aproxima una crisis financiera. Al igual que en otros apartados sobre literatura empírica, no se pretende tener en cuenta absolutamente todos los estudios que existen, sino que se ha realizado una selección de algunos de los más citados<sup>42</sup>. Como ya se indicó con referencia a los estudios empíricos utilizados en el capítulo 1, no se tiene la intención de profundizar en los detalles técnicos de los estudios revisados (las diferentes metodologías o las diferentes definiciones de crisis que utilizan, etc.) sino tan sólo mostrar sus resultados principales.

Para que los modelos de primera generación (excluyendo el de Dooley, 1997) se vieran apoyados por la información empírica sería necesario que las regularidades en el comportamiento de las variables económicas previas a las crisis fueran: (1) un bajo nivel de reservas en moneda extranjera, y la reducción de las mismas; (2) la existencia de déficit público; (3) la existencia de crédito al sector público; y (4) el crecimiento del crédito interno del banco central (por encima del crecimiento de la demanda de dinero). Para que se constatará la validez del modelo de Connolly y Taylor (1984) sería necesario que se observara además: (5) la apreciación del tipo de cambio (el descenso de la competitividad en precios); y (6) la existencia de déficit corriente en los momentos previos a las crisis. Paralelamente, para que el modelo de Dooley (1997) tuviera soporte empírico tendría que ocurrir que antes de las crisis financieras hubiera garantías institucionales, un proceso de liberalización financiera, una escasa regulación

---

<sup>42</sup> En concreto, se tienen en cuenta (en este y otros apartados) los siguientes estudios: Sachs *et al.* (1996), cuya muestra se compone de 8 países en desarrollo latinoamericanos y del sudeste asiático, que recibieron elevadas cantidades de capital entre 1990 y 1994; Frankel y Rose (1996), cuya muestra se compone de 105 países en desarrollo desde 1971 hasta 1992; Glick y Rose (1998), cuya muestra se compone de 161 países desde 1971 hasta 1998; Esquivel y Larraín (1998), cuya muestra se compone de 30 países entre 1975 y 1996; Kruger *et al.* (1998), cuya muestra se compone de 19 países en desarrollo desde 1977 hasta 1993; y Kaminsky *et al.* (1998), que examinan 25 estudios empíricos previos.

y supervisión del sistema bancario, entrada de capitales y una expansión del crédito bancario.

Los estudios empíricos consultados arrojan los siguientes resultados.

1. Están de acuerdo en que las crisis financieras suceden a un nivel bajo de reservas en divisas del banco central (bien sea midiéndolas en términos absolutos o sobre M2). Se debe matizar que los estudios empíricos coinciden en que las reservas son bajas antes de las crisis (normalmente en relación con M2), pero la mayoría de ellos no analizan si son decrecientes, como debería ocurrir según los modelos de primera generación. Esquivel y Larraín (1998) sí estudian la evolución anual de las reservas con respecto al PIB, y concluyen que la caída de dicho cociente aumenta la probabilidad de que se produzca una crisis.
2. El déficit público tiene menos apoyo empírico que la cantidad de reservas en moneda extranjera como indicador de una crisis financiera. No obstante, Kaminsky *et al.* (1998) sí consideran que el déficit público suele ser elevado antes del estallido de una crisis financiera. Adelántese aquí la opinión de que quizá fuera así en crisis anteriores a los años noventa, pero no en las crisis financieras de dicha década (por ejemplo en los países europeos que sufrieron crisis en 1992-93, o en Asia oriental en 1997-98).
3. El crédito al sector público está bastante respaldado como indicador de crisis financieras. Aunque de nuevo se debe matizar que no es una de las regularidades observables en las crisis financieras más “modernas”.
4. Con respecto al crédito interno relativo a la demanda de dinero, los estudios empíricos arrojan resultados contradictorios: Frankel y Rose (1996) consideran que las crisis suelen ocurrir cuando, entre otras cosas, hay un alto nivel de crédito interno; por el contrario Kruger *et al.* (1998) concluyen que el nivel del crédito interno no es una variable significativa. Kaminsky *et al.* (1998) consideran que el comportamiento del crédito interno con respecto a la demanda de dinero (medido como la evolución del *gap* oferta/demanda de dinero) no suele evaluarse en los estudios empíricos, por lo que no se puede concluir nada al respecto.
5. Con respecto a las variables relacionadas con la competitividad del país, hay cierto consenso sobre que es frecuente que se dé una apreciación real de la

moneda nacional antes de una crisis financiera. Así es en los estudios que más se están utilizando en esta tesis, y también en otros como, por ejemplo, Klein y Marion (1994)<sup>43</sup>.

6. En cambio, no todos los estudios otorgan la misma importancia al déficit por cuenta corriente: por ejemplo Sachs *et al.* (1996) y Kruger *et al.* (1998) consideran que no es una variable significativa, mientras Esquivel y Larraín (1998) consideran que sí lo es. Kaminsky *et al.* (1998) concluyen que no hay suficiente respaldo empírico para esta variable<sup>44</sup>.

Así, aunque hay algunos elementos de los modelos de primera generación que tienen respaldo empírico (un nivel bajo de reservas en divisas o la apreciación real de la moneda nacional) hay otros que no lo tienen. “No hay una relación clara entre las crisis típicas de los mercados emergentes y ‘los’ parámetros fundamentales porque los modelos de primera generación se centran en un conjunto equivocado de parámetros fundamentales” (Dooley, 1997, pág. 7). Se ha de matizar, no obstante, que igual que muchos de los elementos de los modelos de primera generación no aparecen en las crisis de los años noventa, sí que lo hacen en crisis anteriores, para las que estos modelos resultaban más explicativos. Así, Edwards (1989), que estudia 39 casos de devaluación ocurridos entre 1962 y 1982, concluye que la incompatibilidad de la política monetaria expansiva con el tipo de cambio fijo está detrás de buena parte de esas devaluaciones forzadas. Estas diferencias entre crisis resultan interesantes en la medida en que ponen de manifiesto la posibilidad (cada vez más evidente) de que las crisis financieras tengan su origen en muy diversos procesos económicos, lo que dificultaría enormemente la tarea de obtener mediante estudios empíricos generalizaciones al respecto de la evolución de las variables económicas antes del estallido de dichas crisis.

---

<sup>43</sup> Su muestra se compone de las anclas de 16 países latinoamericanos y Jamaica entre 1957 y 1991.

<sup>44</sup> Kaminsky *et al.* (1998) recogen diversos estudios empíricos con el fin de analizar cuáles son los indicadores de crisis más estudiados, y cuáles de ellos resultan ser más significativos en esos mismos estudios. (1) Diez estudios concluyen que las reservas en divisas (relativas al PIB o a M2, etc.) son estadísticamente significativas, de entre once estudios que evalúan la significación de dicha variable. (2) Tres de cinco consideran que el déficit público es una variable significativa. (3) Tres de tres concluyen que el crédito al sector público es significativo. (4) Uno de uno considera que el *gap* oferta/demanda de dinero es una variable significativa. (5) Diez de doce consideran que la evolución del tipo de cambio real es significativa. (6) Sólo dos de seis consideran que el saldo por cuenta corriente es una variable significativa.



Véase, en cualquier caso, si el modelo de Dooley (1997) presenta unos parámetros fundamentales más significativos estadísticamente que los modelos de primera generación anteriores. La expansión del crédito bancario está ampliamente respaldada como indicador de crisis financieras por los estudios empíricos (Sachs *et al.*, 1996; Kruger *et al.*, 1998; Kaminsky *et al.*, 1998<sup>45</sup>). Las garantías institucionales, la liberalización financiera, la regulación bancaria y la entrada neta de capitales no están suficientemente evaluadas en los estudios empíricos como para obtener una conclusión sobre su significación. No obstante, muchos estudios de casos concretos de crisis (se verá que es el caso de las de Asia oriental), muestran que antes de éstas han entrado capitales gracias a un proceso de liberalización financiera, que no ha estado suficientemente acompañado por un desarrollo de la regulación y la supervisión bancarias. Al respecto de las garantías institucionales, Dooley (1999) considera que siempre que una crisis suponga pérdidas para el gobierno –como suele ocurrir– es que éste estaba garantizando algo.

Se puede resumir todo esto diciendo que hay muy pocas variables suficientemente evaluadas por los estudios empíricos, y menos variables aún que se consideren significativas. Para el caso de los modelos de primera generación las variables más estudiadas y significativas son: el nivel de reservas con respecto a M2, el tipo de cambio real, alguna medida de competitividad (distinta al saldo por cuenta corriente) y la expansión del crédito bancario (relevante tan sólo en el modelo de Dooley, 1997). La falta de acuerdo sobre la significación de la mayoría de las variables surge de que las metodologías que se utilizan no son homogéneas, como no lo son las muestras de países que se estudian, ni las formas en que se define la expresión crisis financiera. Lo que más interesante resulta es que si, en lugar de evaluar la validez empírica de los modelos teóricos mediante la comparación de los mismos con los estudios econométricos, ésta fuera evaluada mediante la comparación de los modelos con estudios empíricos específicos de las crisis más graves de las últimas décadas (como por ejemplo las crisis de los países que en esta tesis se estudian) los resultados son menos generales pero más concluyentes, como se ha ido adelantando y como se verá más extensamente en el capítulo sobre las crisis asiáticas (capítulo 4).

---

<sup>45</sup> Cinco de siete estudios recogidos en Kaminsky *et al.* (1998) consideran que el crecimiento del crédito bancario es significativo.

## **b) Modelos de segunda generación o las crisis contingentes**

Los primeros modelos de segunda generación datan de mediados de la década de los ochenta<sup>46</sup>, pero la mayoría de ellos se desarrollaron a raíz de las crisis del SME en 1992-93 y de la de México en 1994-95, dado que estas nuevas crisis no encajaban en la visión de que las crisis financieras eran la consecuencia de la incapacidad del gobierno de someterse a una disciplina fiscal y monetaria. Dicho de otra forma, las variables que tienen en cuenta los modelos de primera generación no eran las más relevantes en los nuevos episodios de crisis; y los mecanismos que dichos modelos describen (sobre todo el comportamiento lineal del gobierno) resultaban demasiado rígidos, demasiado irreales, como para resultar explicativos de los nuevos acontecimientos. Tras las crisis asiáticas surgieron nuevos modelos teóricos, calificados por muchos autores como “de tercera generación”, pero que este trabajo presenta en este mismo apartado.

Resulta necesario explicitar cuál es el criterio de clasificación que en este trabajo se sigue, y que permite agrupar bajo el mismo título a los modelos surgidos tras la crisis del SME y a los modelos surgidos tras las crisis asiáticas. Ya se ha dicho que son modelos de primera generación los que presentan las crisis como inevitables, predecibles y resultantes de la incompatibilidad entre unas políticas y otras. Pues bien, siguiendo el mismo criterio, en esta tesis se considera que son modelos de segunda generación aquéllos para los que las crisis son fenómenos contingentes y por tanto, no predecibles, y que, cuando ocurren, son consecuencia del autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados.

En primer lugar, se van a estudiar las características generales de los modelos de segunda generación que ya aparecen en el modelo de Obstfeld de 1986 y que se sintetizan en su modelo prototipo de 1996. En estos modelos, como ya se ha dicho, las crisis son contingentes y cuando se producen es por el autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados, mediante un proceso de retroalimentación entre

---

<sup>46</sup> Uno de los primeros estudios que introduce un comportamiento no lineal del gobierno –lo que enseguida se verá que es una de las características fundamentales de estos modelos– es el de Flood y Garber (1984a). Dicha no-linealidad fue poco después desarrollada por Obstfeld (1986).

dichas expectativas de devaluación de los agentes privados y los costes que le supone al gobierno mantener un tipo de cambio fijo. En segundo lugar, se verán algunos modelos en que se explican posibilidades concretas de autocumplimiento de expectativas, clasificados en función de cual es ese coste que el gobierno soporta por mantener el tipo de cambio fijo. Finalmente, se tratará de evaluar el soporte empírico con que cuentan los modelos de segunda generación.

### **b.1) Contribuciones generales de los modelos de segunda generación**

Se considera que hay dos conceptos básicos –que están interrelacionados– en los que se sustentan los modelos de segunda generación: el autocumplimiento de las expectativas y el equilibrio múltiple. A continuación se explican detenidamente y se muestran dos modelos en los que se presentan dichos conceptos.

La flotación de la moneda, según estos modelos, no es el final inevitable de un proceso económico sino una opción política: que finalmente se devalúe o no depende de la solución a un problema de optimización del gobierno en el que se comparan los beneficios con los costes de mantener un tipo de cambio fijo. Los modelos de primera generación, como ya se ha comentado, consideran que el gobierno no tiene otra alternativa para defender la paridad que perder reservas, lo que evidentemente supone un tratamiento demasiado simplista del comportamiento gubernamental. En cambio, estos nuevos modelos consideran (explícitamente o no) que, aparte de la pérdida de reservas, hay más vías para defender la política cambiaria (por ejemplo tomar prestadas reservas de bancos centrales de otros países, elevar los tipos de interés o establecer algunos controles de cambios). Pero resulta que estas políticas de defensa del tipo de cambio pueden tener costes en el sentido de que pueden empeorar la calidad de los parámetros fundamentales (por ejemplo, el empleo, el saldo por cuenta corriente, el precio de la deuda pública, la salud del sistema financiero...). Cuanto mayores son dichos costes (costes de mantenimiento del tipo de cambio fijo) en comparación con

los costes que supondría el abandono del ancla<sup>47</sup>, menos confianza tienen los agentes privados en la determinación del gobierno de no variar su política cambiaria, y más probable resultará una devaluación.

En estos modelos el ataque especulativo y la consiguiente devaluación de la moneda se producen cuando el mercado espera que el gobierno devalúe su moneda. Más concretamente, se produce un ataque especulativo cuando los agentes privados consideran que los costes de mantener el ancla son demasiado elevados con respecto a los beneficios de mantenerla. Pero además, dichos costes (que al elevarse hacen que el gobierno decida devaluar) dependen, a su vez, de las expectativas del mercado. En otras palabras, las expectativas de devaluación conllevan modificaciones en determinados parámetros fundamentales, lo que supone un incremento de los costes de mantener el ancla. Al ser más costoso mantener el ancla, aumentan las expectativas de devaluación de los agentes privados. Y así el proceso se retroalimenta hasta que se produce un ataque especulativo contra la moneda local y la devaluación de la misma. Así pues, la decisión del gobierno de dejar flotar la moneda depende en última instancia de las expectativas de los agentes privados. De ahí que se diga que las expectativas se autocumplen: si los agentes privados esperan que se devalúe, se elevan los costes de mantener el tipo fijo, y finalmente habrá que devaluar. Si, en cambio, esperan que no se devalúe, el gobierno podrá mantener el tipo fijo. Así, hay crisis que “no tendrían por qué haber ocurrido, pero que ocurren porque los agentes que participan en el mercado esperan que ocurran” (Obstfeld, 1994, pág. 3).

Dependiendo de cómo sean las expectativas se mantiene un tipo de cambio u otro, ambos en equilibrio. Así, hay varios equilibrios posibles (equilibrio múltiple), y cuál de ellos se imponga depende de las expectativas de devaluación de los agentes privados. Obstfeld (1996), Cole y Kehoe (1996 y 1998) y Chang y Velasco (1998b), entre otros, señalan que la existencia del equilibrio múltiple depende en última instancia de los parámetros fundamentales del país. Si las condiciones económicas de

---

<sup>47</sup> Los costes del abandono del tipo de cambio fijo o, lo que es lo mismo, los beneficios de mantener un tipo de cambio fijo, serían, entre otros, evitar la volatilidad de los términos de intercambio comercial, la atracción de capital extranjero, la credibilidad en la lucha contra la inflación, beneficios políticos (sobre todo si el tipo fijo es parte de un proceso de integración económica), etc. (Bensaid y Jeanne, 1997).

un país son muy buenas (i.e. no hay paro, no hay déficit público ni comercial, no hay problemas de liquidez en el sistema bancario...) apenas tiene costes el mantenimiento del ancla, con lo que las expectativas de devaluación, de haberlas, no serían suficientes para que se produjera el proceso de retroalimentación descrito. En cambio, si las condiciones económicas del país son muy malas no es posible el equilibrio sin devaluación, y ésta se produce indefectiblemente, como en los modelos de primera generación. Así, el equilibrio múltiple se da en una banda (que puede ser anchísima) de valores intermedios de los parámetros fundamentales de la economía.

El primer modelo de segunda generación de Obstfeld (1986) y su modelo prototipo (Obstfeld, 1996) formalizan las crisis financieras como resultado de un proceso de expectativas que se autocumplen en un contexto de equilibrio múltiple, pero sin utilizar costes concretos de mantenimiento del tipo de cambio<sup>48</sup>. Obstfeld (1986) parte de un modelo de primera generación (el de Flood y Garber, 1984b) y elimina el supuesto de que los agentes privados esperan que tras la flotación las políticas fiscal y monetaria van a permanecer iguales (supuesto que está implícito en los modelos de primera generación). Eliminando dicho supuesto, es decir, introduciendo un comportamiento gubernamental no lineal, aparece el equilibrio múltiple (la crisis no se produce necesariamente ni aun cuando el tipo de cambio sombra sea mayor que el tipo de cambio fijo) y las expectativas se autocumplen. Resulta interesante cómo este modelo demuestra que se puede producir una crisis financiera aun cuando el tipo de cambio fijo es sostenible, dado un estado de calidad intermedia de los parámetros fundamentales. El modelo prototipo de 1996 también demuestra que las expectativas de devaluación pueden generar un ataque especulativo que acabe con un régimen cambiario sostenible; es decir, también demuestra que las expectativas se autocumplen. Además, cabe considerar que es en este artículo donde más claramente se argumenta que la existencia de equilibrio múltiple depende de que los parámetros fundamentales no sean ni demasiado “buenos” ni demasiado “malos”.

---

<sup>48</sup> Otros modelos, como se verá más adelante, utilizan costes concretos, como la deuda pública, el desempleo o la falta de liquidez del sistema bancario, para explicar la existencia de equilibrio múltiple y el papel de las expectativas privadas de devaluación.

## **b.2) Algunos modelos de segunda generación<sup>49</sup>**

Los modelos que se resumen en este apartado muestran situaciones concretas en las que un estado algo deteriorado de los parámetros fundamentales permite el autocumplimiento de las expectativas de devaluación de los agentes privados. La clasificación de los modelos que aquí se presentan responde a los distintos tipos de costes que el mantenimiento del tipo de cambio puede suponerle al gobierno (encarecimiento de la deuda pública, desempleo, fragilidad financiera...). Como en el caso de los modelos de primera generación, los modelos que aquí se presentan son tan sólo algunos ejemplos de entre los muchos modelos de segunda generación que existen en la literatura especializada.

### **Modelos con deuda pública**

Obstfeld (1994) presenta un modelo que analiza el papel que desempeña el encarecimiento de la deuda pública en el proceso de retroalimentación entre los costes de mantener el tipo de cambio fijo y las expectativas de devaluación de los agentes privados. La idea principal es que la subida de los tipos de interés nominales (necesaria para defender el tipo de cambio ante una elevación de las expectativas de devaluación) dificulta el pago de la deuda pública, con lo que aumentan todavía más las expectativas de devaluación. Dado un régimen de tipo flexible, el gobierno, por un lado, y los agentes privados, por el otro, tienen sus respectivas funciones de la tasa de depreciación y el tipo de interés nominal: el gobierno utiliza la depreciación del tipo de cambio para compensar los efectos de las subidas de tipos de interés (con lo que se obtiene una función de la tasa de depreciación con respecto al tipo de interés); y los agentes privados elevan sus expectativas de depreciación a medida que se elevan los tipos de interés (con lo que se obtiene otra función de la tasa de depreciación en función del tipo de interés). El autor representa gráficamente ambas funciones y observa que la intersección de las dos curvas da lugar a más de un equilibrio. Es decir, no hay un único par (tasa de depreciación, tipo de interés) que satisfaga al gobierno y

---

<sup>49</sup> Los modelos de segunda generación, por el hecho plantear el problema optimizador del gobierno, están estrechamente relacionados con los modelos sobre cláusulas de escape (por ejemplo, Obstfeld, 1991), pero no se entrará en detalle en estos últimos por alejarse algo del objeto de estudio de este trabajo.

al mercado, sino dos o más. Esto indica que puede haber un equilibrio con menores tipos de interés y menor depreciación y otro con mayores tipos de interés y mayor depreciación. Si en vez de haber un tipo de cambio flexible, hay un tipo de cambio fijo, se pasa de un equilibrio a otro (se devalúa la moneda) mediante un ataque especulativo.

El objetivo de los modelos de Cole y Kehoe (1996 y 1998) es determinar cómo deben ser el nivel de deuda pública y la estructura de vencimientos de ésta para que puedan darse crisis financieras como consecuencia de una pérdida de confianza en la política cambiaria del gobierno. El mismo objetivo del modelo indica que se trata de un modelo de expectativas que se autocumplen en un contexto de equilibrio múltiple, y que se considera que hay un estado de los parámetros fundamentales de la economía (en este caso la deuda pública y su vencimiento) que hace posible la existencia de ese equilibrio múltiple. Estos autores llaman “zona de crisis”<sup>50</sup> a ese estado de los parámetros fundamentales que permite el autocumplimiento de las expectativas.

La principal conclusión de estos modelos es que la zona de crisis se “encoge” si el gobierno consigue reducir su deuda o alargar el vencimiento de ésta (en definitiva, si consigue reducir el coste de mantenimiento del tipo de cambio fijo), con lo que el gobierno va a intentar cualquiera de los dos procedimientos para salir de la zona de crisis y evitar así estar a merced del autocumplimiento de las expectativas. En cambio, aquellas medidas de prevención que consistan en incrementar el coste de la devaluación pueden ser contraproducentes si no implican la salida de la zona de crisis. Es decir, si este segundo tipo de medidas de prevención no eliminan la posibilidad de que estalle una crisis, ésta, de producirse, resulta más grave.

Obstfeld (1996), al igual que Cole y Kehoe (1996 y 1998), muestra la incidencia de la estructura de vencimientos de la deuda pública en la probabilidad de que se produzca una crisis financiera. Pero además señala que la estructura de denominaciones también es relevante. Cuanto menores sean los plazos de la deuda pública y cuanto mayor sea la proporción de ésta denominada en moneda extranjera

---

<sup>50</sup> De ahora en adelante, se adoptará este término, y se utilizará en el resto de este trabajo.

(en dólares<sup>51</sup> en su modelo), mayor es la probabilidad de que se salte de un equilibrio a otro mediante un ataque especulativo y una devaluación.

Resumiendo, según estos modelos el parámetro fundamental que sitúa al país en cuestión en una zona de crisis —en un estado de vulnerabilidad al autocumplimiento de las expectativas— es el nivel de deuda pública y su estructura de vencimientos y denominaciones.

### **Modelos con caída del crecimiento económico**

En Obstfeld (1994) hay un segundo modelo que analiza la interrelación entre el crecimiento de los salarios y la tasa de devaluación esperada. En este caso, las expectativas de devaluación conducen a un incremento del crecimiento de los salarios, y consiguientemente a una pérdida de competitividad. Por tanto, el crecimiento y el empleo pueden verse perjudicados, con lo que se eleva el coste de mantener el tipo fijo y las expectativas de devaluación crecen aún más. Al igual que en el otro modelo de Obstfeld (1994), descrito anteriormente, se representa gráficamente el modelo con el fin de encontrar el equilibrio entre las funciones del gobierno y de los agentes privados. Y de nuevo se observa que hay más de un equilibrio posible y que cuál resulte ser el equilibrio final depende de las expectativas de devaluación.

El modelo de Ozkan y Sutherland (1995) también plantea una situación en la que es la ralentización del crecimiento económico lo que eleva el coste del mantenimiento del tipo de cambio fijo. La relación entre las expectativas de los agentes privados y la crisis es la siguiente: crecen las expectativas de devaluación, lo que presiona al alza sobre los tipos de interés; la elevación de los tipos de interés tiene consecuencias negativas sobre el crecimiento económico; la merma del crecimiento incrementa los costes de mantener el tipo de cambio fijo; y ello hace que las expectativas de devaluación se incrementen aún más. Existe, además, un modelo anterior y muy similar de estos mismos autores (Ozkan y Sutherland, 1994) en el que explican una de las posibles razones del incremento inicial de las expectativas de

---

<sup>51</sup> En este trabajo, dólares son dólares de EE.UU., salvo que se indique lo contrario.



devaluación. En ese modelo los países pertenecen a una unión monetaria en la que existe un “país central” cuyo tipo de interés afecta a los tipos de interés de los demás países de la unión. Al elevarse el tipo de interés del país central (como, según ellos mismos indican, ocurrió en Alemania tras la reunificación), crecerían los tipos de interés del resto de los países de la unión, lo que afectaría a su crecimiento económico, elevando así los costes de mantener el tipo de cambio. Ante semejante posibilidad, crecen las expectativas de devaluación de las monedas del resto de los países (que en el caso del SME fueron Italia, el Reino Unido, España, etc.).

A la luz de su modelo, estos autores proponen algunas medidas de política económica para incrementar las posibilidades de supervivencia del tipo de cambio y evitar, o posponer al menos, el ataque especulativo y el autocumplimiento de las expectativas. La forma en que las políticas que proponen actúan es alterando el equilibrio entre costes y beneficios de mantener el tipo de cambio. Además, el impacto de las medidas se ve incrementado por el hecho de que los agentes privados son conscientes de la función costes y beneficios a la que el gobierno se enfrenta. He aquí algunas de las medidas que proponen.

1. Aislar el tipo de interés nacional del internacional, para evitar así *shocks* externos que puedan afectar al crecimiento económico interno o que puedan incrementar las expectativas de devaluación. Los autores proponen el uso de controles de capital para aislar la influencia del tipo de interés internacional sobre el nacional; pero ya se vio que los controles no se utilizan con frecuencia en economías que se están liberalizando.
2. Elevar el coste de abandonar el tipo de cambio para incrementar los incentivos del gobierno de mantenerlo y/o para reducir las expectativas de devaluación. El problema de esta medida es, como apuntaban Cole y Kehoe (1996 y 1998), que si aun así se produce una crisis, el coste de ésta es todavía mayor.
3. Alargar los plazos de vencimiento de la deuda, ya que la deuda a largo plazo se ve menos afectada por las variaciones del tipo de cambio.

## **Modelos con fragilidad financiera**

Seguramente sea discutible que los modelos aquí presentados sean de segunda generación. De hecho, en la literatura especializada reciben frecuentemente el nombre de modelos de tercera generación. Al final de la exposición de los mismos se tratará de justificar su inclusión en el apartado sobre modelos de segunda generación o crisis contingentes.

Véanse ya, en cualquier caso, algunos de estos modelos de segunda generación con variables de fragilidad financiera (o modelos de tercera generación). Calvo (2000) considera que el parámetro fundamental que permite la aparición del equilibrio múltiple y el autocumplimiento de las expectativas es la fragilidad del sistema bancario, especialmente el desajuste entre el vencimiento de los activos y el vencimiento de los pasivos de los bancos comerciales (lo que se denominaba riesgo de liquidez en el epígrafe B del capítulo 1). Dicha fragilidad bancaria emana de una combinación de ciertas medidas de política económica, destinadas a compensar el riesgo-país, con la entrada masiva de capital extranjero. En ese mismo artículo se considera que el déficit por cuenta corriente no desempeña un papel tan importante en la generación de una crisis como las variables financieras.

El razonamiento es el siguiente. En primer lugar, el autor afirma que la soberanía de los gobiernos conlleva fragilidad financiera. Si esto es así es porque existe incertidumbre sobre hasta qué punto los gobiernos tienen la determinación de mantener sus políticas económicas. Dicha incertidumbre implica un riesgo para los inversores, denominado riesgo-país. Los mercados de seguros son incapaces de cubrir todo ese riesgo que la incertidumbre conlleva. De ahí que sea el gobierno el que trate de compensar dicho riesgo ofreciendo subsidios a las inversiones y a las entradas de capital o imponiendo controles a la salida de capitales. Las garantías institucionales son un ejemplo de los mecanismos de compensación de riesgo a que este modelo se refiere. La fragilidad financiera surge porque las garantías suelen conducir a los bancos comerciales a prestar para inversiones no líquidas. Esta idea está bien explicada en otro artículo de Calvo: “si los depositantes creen que el banco central actuará como PUR, apenas tendrán incentivos para supervisar la calidad y las características de los

préstamos bancarios. En particular, no se preocuparán por la existencia de un desajuste de vencimientos por el que los préstamos son a más largo plazo que los depósitos” (Calvo, 1998a, pág. 185).

En segundo lugar, también la entrada masiva de capitales supone un incremento de la fragilidad financiera. Los capitales extranjeros aumentan la fragilidad del sistema bancario porque, por una parte, son normalmente a corto plazo<sup>52</sup>; y porque, por otra parte, hacen que haya más fondos disponibles para proyectos de inversión a largo plazo. Además, los agentes privados esperan que la entrada de capital sea temporal y que la economía antes o después vuelva a su estado inicial. Así, al ser conscientes los agentes privados de la reversibilidad de los capitales, aumentan sus expectativas de una crisis bancaria. Ésta traería consigo una crisis cambiaria al entrar en juego las garantías ofrecidas por las autoridades económicas.

Se considera que la aportación más interesante de este modelo es que se centra en parámetros fundamentales exclusivamente financieros. La crisis en este caso puede surgir sin que existan problemas de cuenta corriente o fiscales. Los problemas que permiten el autocumplimiento de las expectativas son financieros (principalmente el desajuste entre los vencimientos de los activos y los pasivos de los bancos comerciales), y explicables por las garantías o subsidios que la incertidumbre trae consigo y por la entrada de capitales. Si resulta especialmente interesante esta conclusión es porque apoya algunas de las subhipótesis de este trabajo, en concreto la que dice que la entrada de capital favorece la aparición de fragilidad financiera (subhipótesis nº 2.2) y la que dice que la fragilidad financiera posibilita el estallido de una crisis (subhipótesis nº 4.2).

Chang y Velasco (1998b) desarrollan un modelo en el que, al igual que en el que se acaba de describir, la falta de liquidez<sup>53</sup> del sistema financiero es lo que genera

---

<sup>52</sup> En Bustelo *et al.* (2000) se justifica tal afirmación al explicarse que la globalización financiera acorta los vencimientos de los capitales que fluyen a los mercados emergentes. Además hay otro modelo (Calvo, 1998b) que considera que incluso los capitales en forma de inversión directa extranjera pueden llevar a crisis de autocumplimiento de las expectativas. El corto plazo sólo incrementa la probabilidad de que tal crisis ocurra.

<sup>53</sup> Definen falta de liquidez como la “situación en la que las obligaciones a corto plazo potenciales del sistema financiero exceden el valor de liquidación de sus activos” (Chang y Velasco, 1998b, pág. 3).

vulnerabilidad a un cambio de expectativas. Asimismo, se muestra cómo dicha falta de liquidez deriva de la llegada masiva de capital extranjero (especialmente si es a corto plazo); de la liberalización del mercado financiero nacional; y de las garantías institucionales. Al igual que en el modelo anterior los bancos comerciales actúan como transformadores de vencimientos, lo que puede fomentar el crecimiento pero también abre la puerta a crisis bancarias por autocumplimiento de expectativas.

La recepción de préstamos extranjeros aumenta la vulnerabilidad a sufrir una crisis financiera a través de dos vías. En primer lugar, por el comportamiento potencial de los inversores extranjeros. Éstos pueden decidir, individual y racionalmente, no renovar su crédito cuando esperan que el resto de los prestamistas no van a hacerlo y que va a haber una crisis bancaria (es decir, que hay pánico financiero<sup>54</sup> y autocumplimiento de las expectativas). En segundo lugar, por la estructura de vencimientos de los capitales recibidos. Cuanto más corto es el plazo de vencimiento del capital que entra en el país, mayor es la fragilidad del sistema financiera interno y, por tanto, mayor es la probabilidad de una crisis bancaria. Y cuanto mayor sea la deuda externa, mayor es la fragilidad del sistema bancario, pero sólo en el caso de que dicha deuda externa esté compuesta fundamentalmente por deuda a corto plazo.

También la liberalización financiera aumenta la vulnerabilidad del sistema bancario. En Chang y Velasco (1998b) se tienen en cuenta dos políticas concretas de liberalización financiera: la disminución del requerimiento de reservas a los bancos comerciales y el incremento del grado de competencia en el sector bancario. Ambas políticas pueden fomentar el crecimiento, pero facilitan el estallido de una crisis por autocumplimiento de expectativas.

Finalmente, las garantías institucionales favorecen el incremento de la fragilidad financiera porque facilitan el desajuste entre los vencimientos de los activos y los de los pasivos de los intermediarios financieros, al igual que en Calvo (2000).

---

<sup>54</sup> Más adelante se explicarán detalladamente los pánicos financieros y se presentarán algunas otras aportaciones teóricas al respecto.

También como en el modelo anterior, la crisis bancaria acarrea una crisis cambiaria por la existencia de un tipo de cambio fijo y por el hecho de que el banco central actúa como PUR. Esto es así porque, al producirse la retirada de depósitos, el banco central da un crédito de emergencia a los bancos comerciales, lo que puede agotar sus reservas. De esa forma se palía la crisis bancaria pero se produce una crisis cambiaria. Si, en cambio, el régimen cambiario fuera una junta monetaria, el banco central no actuaría como PUR. Entonces la crisis bancaria provocaría la quiebra de los bancos comerciales, pero la paridad sobreviviría.

Resulta especialmente interesante la defensa que hacen Chang y Velasco del PUR internacional: “Nadie aboga a favor de la prohibición de los seguros contra incendio simplemente porque conduzcan a algunos propietarios de casas a ser descuidados con sus chimeneas” (Chang y Velasco, 1998b, pág. 45). Como el problema está en que la falta de liquidez sitúa al país en cuestión en una zona de crisis, la solución está en que los agentes privados sepan que hay una institución dispuesta a suministrar liquidez en los casos en que sea necesario.

Este modelo, al igual que el de Calvo (2000), está más indicado para países en desarrollo que para países desarrollados, porque en los primeros el papel de los bancos en el sistema financiero es más importante y porque su acceso a los mercados internacionales de capital es más variable (de lo que se deriva mayor posibilidad de que se encuentren con problemas de retirada del crédito y falta de liquidez)<sup>55</sup>.

Véase un tercer y último modelo sobre fragilidad financiera. Se trata de un modelo desarrollado por Irwin y Vines (1999), y considerado por ellos mismos como de tercera generación. Los motivos por los que en esta tesis aparece bajo el título de segunda generación están expuestos algo más adelante. Este modelo consiste en una combinación de los planteamientos de Krugman (1998a), Dooley (1999)<sup>56</sup> y Sachs (1996). Se verá más adelante que Krugman (1998a) presenta una descripción de las

---

<sup>55</sup> Cabe señalar la similitud existente entre estos dos últimos modelos de segunda generación y el modelo de primera generación de Dooley (1997): en todos ellos las crisis son crisis bancarias que se transforman en crisis cambiarias en virtud de las garantías gubernamentales; y dichas crisis se producen tras un período de entradas de capital.

<sup>56</sup> Dooley (1999) es una versión menos técnica de Dooley (1997), estudiado anteriormente.

crisis asiáticas por la que las garantías institucionales derivaron en un proceso de sobre-intermediación financiera, sobreinversión y burbuja de activos, todo ello agravado por la entrada de capital extranjero. El modelo de Dooley (1999), como ya se vio, presentaba un modelo de primera generación en el que la crisis financiera se producía en el momento en que los agentes privados eran conscientes de la futura incapacidad del gobierno de hacer frente a todas las garantías ofrecidas, dados los problemas de fragilidad financiera aparecidos en el sistema bancario como consecuencia de esas mismas garantías. Irwin y Vines (1999) consideran que combinando estas dos aportaciones, aparece el equilibrio múltiple descrito en Sachs (1996), al menos en el corto plazo.

El modelo resultante es un modelo muy parecido al de Calvo (2000) o Chang y Velasco (1998b), descritos anteriormente. Parece que la diferencia fundamental entre estos dos modelos y el de Dooley (1997 ó 1999) es que en los primeros la crisis es contingente (hay equilibrio múltiple) y en el segundo no. Irwin y Vines (1999) introducen el equilibrio múltiple en el modelo de Dooley, con lo que generan un modelo muy parecido a los citados.

Véase, por fin, por qué se toman aquí estos modelos, supuestamente de tercera generación, por modelos de segunda. Para empezar, por la misma definición que en esta tesis se utiliza de modelos de segunda generación. Como ya se ha dicho, en este trabajo éstos son todos aquellos modelos en los que las crisis son contingentes y consecuencia del autocumplimiento de las expectativas; y en los que ese autocumplimiento es posible gracias a cierto deterioro de cualesquier parámetros fundamentales. Y, desde luego, los modelos de Calvo (2000) y Chang y Velasco (1998b) presentan crisis con esas características.

Pero la cuestión de fondo es ¿por qué se ha elegido dicho criterio y no otro? Véanse algunos otros posibles criterios de clasificación de los modelos de crisis, elegidos por muy diversos autores, que aquí no se van a aceptar; y los motivos por los que no se aceptan. Un primer criterio de clasificación alternativo, que conduciría a la separación de estos modelos con fragilidad financiera de los modelos de segunda generación, sería el criterio de cuándo se han originado y con motivo de qué crisis.

Rodrik (1998) pone de manifiesto la tendencia a etiquetar con un nombre diferente a cada una de las teorías nacidas al calor de cada una de las crisis que acontecen; y, asimismo, sugiere que tal tendencia puede conducir a descartar con demasiada premura las generaciones anteriores: “(...) cada crisis engendra una nueva generación de modelos económicos. Cuando estalla una nueva crisis, se considera que la generación de modelos anterior era inadecuada” (Rodrik, 1998, pág. 58). Estando de acuerdo con Rodrik (1998), cabe no aceptar que el hecho de que estos modelos sean más tardíos que los de segunda generación “tradicionales”, ni el hecho de que estén inspirados por una crisis diferente a la que inspiró éstos, supongan motivos suficientes para etiquetarlos como de tercera generación.

Otro criterio posible, que asimismo conduciría a considerar estos modelos como modelos de tercera generación y no de segunda, sería que presentan crisis que primero son bancarias, mientras que los modelos de segunda “tradicionales” presentan crisis cambiarias. Pero si se utilizara este criterio los modelos de primera y segunda generación deberían ir en un mismo grupo, dado que ambos explican crisis cambiarias; y estos otros modelos constituirían, junto con los demás modelos de crisis bancarias (del tipo Diamond y Dybvig, 1983) un segundo grupo. Dicha clasificación no parece muy útil para los propósitos de esta tesis; y menos aún a la vista de que las crisis asiáticas, como muchas otras con anterioridad, presentaron una vertiente cambiaria y otra bancaria, ambas íntimamente relacionadas, pero ninguna claramente previa a la anterior (Corbett y Vines, 1999).

Un tercer criterio que discrimina los modelos con fragilidad financiera de los demás modelos de segunda generación es el de si la función de optimización del gobierno aparece explícitamente o no en los modelos en cuestión. Los modelos con variables de fragilidad financiera no incorporan el problema de optimización gubernamental que aparece en los otros modelos que se acaban de describir. Pero aquí se considera que el hecho de que no se haga explícito el problema de optimización del gobierno no implica que éste no exista: un gobierno siempre va a estar barajando la posibilidad de devaluar para así paliar cualesquier dificultades macroeconómicas y/o financieras que se estén padeciendo (esté esta posibilidad explícitamente formalizada en el modelo o no). Asimismo, el hecho de que estos modelos no pongan de manifiesto

cómo la defensa del tipo de cambio ante unas expectativas de devaluación afectan a la salud del sistema financiero, no significa que dicha defensa no exista ni que no tenga un coste. Imagínese simplemente el caso en que se elevan los tipos de interés en defensa del tipo de cambio, lo que supondría un encarecimiento de la deuda de las empresas nacionales y ello, a su vez, supondría un mayor riesgo de impago, incrementándose así el riesgo de crédito y, por tanto, la fragilidad del sistema financiero interno. De hecho, algunos autores (Obstfeld, 1996; Bensaid y Jeanne, 1997) insisten en que los mecanismos de los modelos de segunda generación son aplicables sea cual sea la naturaleza de los parámetros fundamentales que se deterioran. Es más, muestran explícitamente la posibilidad de que la fragilidad financiera, consecuencia de elevados tipos de interés, suponga un coste de mantenimiento del tipo de cambio, por el hecho de que encarece el futuro rescate de las instituciones financieras con dificultades.

Véase finalmente un último criterio que ha motivado la aplicación del término tercera generación para los modelos con fragilidad financiera. Algunos autores (Shirai y Yoshitomi, 2000; Krugman, 2001) consideran que estos modelos merecen distinguirse de los de segunda generación porque en ellos las crisis acarrear graves consecuencias sobre la economía real (como en el caso de las crisis asiáticas); mientras que en los modelos de segunda generación “tradicionales” las crisis pueden resultar beneficiosas para la economía que las padece (i.e. la devaluación frena el deterioro de la competitividad). La cuestión es que si los parámetros fundamentales que se han deteriorado son de naturaleza financiera, dicho deterioro no sólo implica una mayor probabilidad de que estalle una crisis financiera, sino que además implica problemas para la economía real tras el estallido de la crisis. Aquí no se va a negar que esto sea cierto: efectivamente los problemas financieros hacen que la crisis derive en una severa contracción del crédito (*credit crunch*) y en los consiguientes problemas para la economía real, que no surgen si antes de la crisis lo que hay son problemas de otra naturaleza (comerciales, por ejemplo). Pero aquí se pretende clasificar los modelos en función de su explicación de las causas de las crisis y no de sus consecuencias o de su profundidad, por lo que se prefiere, en este trabajo, no separar los modelos con fragilidad financiera de los demás modelos de crisis contingentes.



Concluyendo: sin negar que hay motivos para considerar que los modelos de equilibrio múltiple y autocumplimiento de las expectativas que incorporan variables de fragilidad financiera constituyen una nueva generación de modelos, en esta tesis se ha preferido considerar que siempre que se presenten esas dos características (contingencia y papel relevante de las expectativas), cualquiera que sea la naturaleza de los parámetros fundamentales en deterioro, se puede hablar de segunda generación, por todas las razones que se acaban de expresar.

### **Otros modelos de segunda generación**

Sirva este brevísimo apartado tan sólo para señalar que hay algunos autores o modelos que no se centran en un tipo concreto de coste de mantenimiento del tipo de cambio fijo, es decir, que no concretan un único tipo de parámetros fundamentales cuyo deterioro empuje al país en cuestión a la denominada zona de crisis. Por ello, dichos autores o modelos se resisten a la clasificación que aquí se ha propuesto.

Obstfeld (1996) argumenta que, aparte del encarecimiento de la deuda pública, el incremento de los tipos de interés puede acabar provocando la elevación de otros costes como, por ejemplo, la fragilidad de los intermediarios financieros o una redistribución del ingreso no deseada por el gobierno. También Bensaid y Jeanne (1997) identifican diversos tipos de costes que pueden derivar de la elevación de los tipos de interés (necesaria, como ya se ha comentado, por la aparición de expectativas de devaluación): fragilidad del sistema financiero local, encarecimiento de la deuda pública, deterioro del mercado inmobiliario, ralentización del crecimiento económico, redistribución de renta entre prestamistas y prestatarios que puede no ser la deseada por el gobierno, etc. Finalmente, Jeanne (1997) presenta un modelo en el que los parámetros fundamentales considerados no son unos en particular, sino una combinación de varios (combinación que, según él, sería incluso ampliable con parámetros políticos). En este modelo, además, se insiste especialmente en que el autocumplimiento de las expectativas “no puede surgir en circunstancias arbitrarias, sino sólo cuando la decisión de mantener un tipo de cambio ha sido minada por la existencia de unos parámetros fundamentales débiles” (Jeanne, 1997, pág. 265).

### **b.3) Contrastación en la literatura empírica**

Véase, como ya se hizo para los modelos de primera generación, el respaldo empírico con que estos modelos cuentan. Los modelos de segunda generación resaltan la importancia del comportamiento, antes de la crisis, de muy diversas variables. Coinciden tan sólo en la existencia de un gobierno optimizador, del equilibrio múltiple y de expectativas que se autocumplen, pero difieren en cuáles son los costes que hacen que los especuladores creen que el gobierno va a abandonar el tipo de cambio fijo; o, dicho de otra forma, difieren en qué parámetros fundamentales se deterioran antes de una crisis, de manera que puedan servir como indicadores de la proximidad de dicha crisis.

Por ejemplo, en el primer modelo que aparece en Obstfeld (1994) se considera que los tipos de interés se elevan antes de las crisis para la defensa del tipo de cambio ante las expectativas de devaluación de los agentes privados, y que dicha elevación de los tipos de interés trae consigo un encarecimiento de la deuda pública y, en último término, la decisión gubernamental de abandonar el tipo de cambio fijo. Cole y Kehoe (1996 y 1998) también presentan un modelo en el que los parámetros fundamentales que abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas son la deuda pública y su estructura de vencimientos. Kaminsky *et al.* (1998) muestran que no hay muchos estudios que evalúen el comportamiento de los tipos de interés antes de las crisis financieras. Lo mismo ocurre para la deuda pública y su estructura de vencimientos. Por tanto, no se puede decir que los modelos de segunda generación con deuda pública tengan respaldo empírico suficiente<sup>57</sup>.

Los modelos en los que el coste de mantenimiento del tipo de cambio fijo es la caída del crecimiento económico tienen algo más de respaldo empírico. Así ocurriría con el segundo modelo que aparece en Obstfeld (1994) y con el de Ozkan y Sutherland (1995). El modelo de Obstfeld (1994) argumenta que las expectativas de

---

<sup>57</sup> No obstante, si en lugar de tenerse en cuenta los estudios empíricos indicados anteriormente para esta evaluación empírica, se tienen en cuenta estudios empíricos más específicos (aquellos centrados en las crisis financieras más graves de los últimos decenios) se podría concluir que este tipo de modelos explica bastante bien lo que ocurrió en México en 1994-95. Por ejemplo, Cole y Kehoe (1996) consideran que modelos sobre el encarecimiento de la deuda pública, como el suyo, explican bastante bien el caso mexicano.

devaluación implican un incremento del crecimiento de los salarios, lo que puede conllevar una merma de la competitividad del país y, por tanto, del crecimiento y del empleo. La preocupación de las autoridades por la competitividad, el crecimiento y el empleo, finalmente conduce al abandono del tipo de cambio fijo. El de Ozkan y Sutherland (1995) describe cómo un *shock* externo incide en los tipos de interés del país en cuestión y cómo la elevación de éstos supone una ralentización del crecimiento económico. En los estudios empíricos de Frankel y Rose (1996) y de Esquivel y Larraín (1998) se considera que el crecimiento económico disminuye antes de las crisis financieras. Asimismo, Kaminsky *et al.* (1998) muestran que buena parte de la literatura empírica sobre las crisis ofrece el mismo resultado. Con respecto al desempleo, también hay algunos estudios empíricos que consideran que puede servir como indicador de crisis financieras. El comportamiento de los salarios no suele evaluarse en este tipo de estudios empíricos. Y sobre la competitividad se puede repetir lo que se apuntó anteriormente: la evolución del tipo de cambio real como indicador de crisis financieras tiene mucho respaldo empírico. Por el contrario, la evolución del saldo por cuenta corriente no goza de dicho respaldo<sup>58</sup>.

En el modelo que se ha analizado de Calvo (2000) se considera que las crisis pueden ser el resultado de un sistema bancario frágil, en el que los capitales extranjeros a corto plazo se transforman en préstamos a largo plazo, respaldados por subsidios y garantías institucionales. El problema que se presenta en Chang y Velasco (1998b) es muy similar: las entradas de capital a corto plazo acaban por provocar una falta de liquidez en el sistema bancario. Asimismo, el modelo de Irwin y Vines (1999) habla de la incidencia de las garantías institucionales en la fragilidad financiera. No hay muchos estudios en los que se evalúen las entradas de capital a corto plazo antes de las crisis financieras. En cambio, el crecimiento del crédito bancario está muy respaldado por la literatura empírica, como se vio para Dooley (1997)<sup>59</sup>. Con respecto a

---

<sup>58</sup> En cualquier caso, estudios empíricos más específicos concluyen que este tipo de modelos es útil para explicar la crisis del SME de 1992-93. En este sentido Ozkan y Sutherland (1995) argumentan que los modelos de segunda generación sobre caída del crecimiento económico, como el suyo, dan buena cuenta de lo sucedido en Europa.

<sup>59</sup> Uno de un estudio, recogido en Kaminsky *et al.* (1998), que evalúa los tipos de interés, considera que dicha variable es significativa. Uno de uno concluye que la deuda pública es significativa. Cinco de ocho consideran que el crecimiento o el nivel del PIB es significativo. Dos de tres consideran que el empleo/desempleo es significativo. Uno de dos concluye que las entradas de capital a corto plazo son significativas. Y cinco de siete consideran que la expansión del crédito es significativa.

las garantías institucionales antes de las crisis financieras, repítase aquí que la literatura econométrica no suele siquiera evaluar si esta variable es significativa o no. Por tanto, una vez más, los resultados no son muy concluyentes, no tanto porque los estudios no respalden las variables en cuestión, sino más bien porque no hay suficientes estudios que las tengan todas en cuenta. En cualquier caso, a pesar de no haber estudios empíricos amplios que estudien estas variables, muchos análisis de crisis concretas apuntan a que efectivamente antes de las mismas se produce la entrada de capital extranjero y, sobre todo, a corto plazo. Y por lo que respecta a las garantías, recuérdese la idea de Dooley (1997) de que siempre que los gobiernos “pierdan algo” con las crisis, quiere decir que algo estaban garantizando. Y sí puede afirmarse, sin necesidad de muchos estudios empíricos al respecto, que los gobiernos siempre “pierden algo” en las crisis financieras.

Hasta aquí se ha realizado la evaluación de si, de acuerdo con diversos estudios empíricos, los parámetros fundamentales utilizados en los modelos de segunda generación pueden servir como indicadores de la proximidad de una crisis financiera. El respaldo empírico a la existencia de equilibrios múltiples en las economías afectadas por crisis y al autocumplimiento de las expectativas es más difícil de evaluar. Sería necesario encontrar indicadores del cambio de expectativas de los agentes privados, así como del vínculo causal entre dichos cambios de expectativas y el incremento del coste de mantener el tipo de cambio fijo y la decisión política de abandonarlo.

No hay indicadores de ese tipo en la literatura empírica sobre crisis financieras. No obstante, existen algunos intentos de mostrar la existencia del autocumplimiento de expectativas. Eichengreen *et al.* (1995) consideran que hay evidencia de dicho autocumplimiento porque muchas crisis no pueden explicarse con el mecanismo de los modelos de primera generación y porque las crisis han ocurrido sin que hayan sido predichas por el mercado (entre otras razones similares). Estas consideraciones obviamente suministran argumentos en contra de los modelos de primera generación, pero no prueban ni que las crisis se den tras un cambio de expectativas, ni el vínculo

entre dicho cambio y las crisis. Por tanto, no se prueba la existencia del autocumplimiento de las expectativas<sup>60</sup>.

Resumiendo, como ya ocurría con los modelos de primera generación, los estudios empíricos arrojan resultados poco concluyentes. Las variables de los modelos de segunda generación que están más evaluadas y que además resultan significativas son el crecimiento económico, alguna medida de la competitividad (que no sea la evolución de la balanza por cuenta corriente) y la expansión del crédito. Obsérvese que los dos últimos elementos (pérdida de competitividad y expansión del crédito) son indicadores precisamente de recalentamiento y de fragilidad financiera respectivamente, lo que apunta a que la subhipótesis nº 4, que habla de la vinculación entre estos dos tipos de problemas y las crisis, tiene cierto respaldo empírico.

En cualquier caso, si se considera que los modelos de segunda generación –al menos algunos de ellos– son un buen punto de partida para la definición de un marco teórico explicativo de muchas crisis financieras, resulta contradictorio prestar mucha atención a aquellos estudios empíricos dedicados a buscar generalidades en el comportamiento de los parámetros fundamentales antes de una crisis. “Las consideraciones nacionales que los gobiernos sopesan a la hora de considerar una defensa costosa de la moneda varían en el tiempo y entre los países” (Eichengreen y Rose, 1999, sin página), con lo que esas generalidades podrían no repetirse en el futuro. Es más, que los especuladores ataquen no depende de la debilidad real de los parámetros fundamentales, ni siquiera de la preocupación del gobierno por esa debilidad, sino de la percepción que dichos especuladores tengan de la preocupación del gobierno por dicha debilidad. Y “la única cosa que es más difícil de medir que la determinación del gobierno es la percepción que los inversores tienen de la misma” (Eichengreen y Rose, 1999, sin página).

---

<sup>60</sup> No obstante, algunos estudios específicos prueban la existencia del autocumplimiento de las expectativas en determinadas crisis concretas. Es el caso de Jeanne (1997) y Cole y Kehoe (1996), que evalúan modelos teóricos para casos específicos (la crisis del franco francés de 1992-93 y la crisis mexicana de 1994-95, respectivamente) y concluyen que hay evidencia del equilibrio múltiple y del autocumplimiento de las expectativas en ambos casos.

**Cuadro 2.1:**  
**Comparación de los modelos de primera y segunda generación**

<b>Primera generación</b>	<b>Segunda generación</b>
Las crisis son inevitables	Las crisis son contingentes
Las crisis son predecibles	Las crisis son impredecibles
Las expectativas adelantan las crisis	Las expectativas se autocumplen (es decir, causan las crisis)
Unos parámetros fundamentales deteriorados causan las crisis	Unos parámetros fundamentales no tan deteriorados permiten el autocumplimiento de las expectativas
Las políticas gubernamentales conducen al deterioro de los parámetros fundamentales	El gobierno elige entre políticas dado el nivel de deterioro de los parámetros fundamentales

## **B. TEORÍAS COMPLEMENTARIAS**

En este epígrafe se presentan algunas teorías que complementan de forma interesante lo que se ha visto hasta ahora. Recuérdese que si no se han incluido en el epígrafe anterior, a pesar de que presentan explicaciones de por qué o cómo ocurren las crisis financieras, es porque lo hacen desde perspectivas alejadas de la de este trabajo (porque no abordan el papel de los parámetros fundamentales en el estallido de crisis, porque no tienen en cuenta la gestión económica o las entradas de capital, porque tienen un enfoque exclusivamente microeconómico, etc.).

Primero se verán algunos modelos de contagio. Éstos tienen la particularidad de que no tratan de explicar el estallido de una crisis financiera aislada, sino el estallido de una crisis financiera como consecuencia de otra crisis. Se verá que algunos son modelos que siguen la tradición de los modelos de primera generación, mientras que otros podrían inscribirse entre los de segunda.

En segundo lugar, se revisarán algunas teorías sobre el comportamiento de los agentes privados. Como se verá, los modelos de primera generación simplifican en exceso el comportamiento tanto de los gobiernos como de los inversores internacionales. Los modelos de segunda generación hacen algo más complejo el comportamiento de los gobiernos, que se convierten en agentes optimizadores de una función de costes y beneficios; pero aún tratan con demasiado poca atención el comportamiento de los agentes privados internacionales: no dicen nada sobre por qué los agentes privados atacan a la vez, cómo forman éstos sus expectativas, o qué factores generan sus decisiones. Se verán, pues, algunas teorías que complementan de forma interesante los modelos de segunda generación –y algunos modelos de contagio– con sus análisis microeconómicos sobre el comportamiento de los inversores.

Finalmente se revisarán algunos estudios que vinculan las crisis bancarias y las crisis cambiarias. Es frecuente que ambos tipos de crisis financieras se produzcan consecutiva o simultáneamente, por lo que resulta interesante analizar los mecanismos

por los que unas conducen a las otras y viceversa o por los que unas y otras se refuerzan mutuamente.

#### **a) Modelos de contagio**

Se puede observar empíricamente (Glick y Rose, 1998; Sachs *et al.*, 1996; Kruger *et al.*, 1998) que cuando estalla una crisis financiera es frecuente que otras crisis estallen en un corto período de tiempo y normalmente en la misma área geográfica de la primera. Ése fue el caso en Europa occidental en 1992-93, en América Latina tras la crisis de México de 1994-95, y en Asia oriental en 1997-99 (Glick y Rose, 1998).

Hay diversos estudios teóricos con respecto a este fenómeno. Es importante señalar, antes de resumir algunos modelos de contagio, que no siempre que las crisis coinciden en el tiempo se ha producido un contagio. Se considera que se produce un contagio cuando “una crisis cambiaria en un país aumenta, por sí misma, la probabilidad de una crisis cambiaria (o de debilidad cambiaria) en otro país” (Drazen, 1999, pág. 5). Así, cuando se producen dos crisis que coinciden en el tiempo –y quizá también en el espacio regional– pero cuyos orígenes están en un factor externo común (no siendo una crisis el origen de la otra) no se puede hablar de contagio. Las crisis que coinciden en el tiempo “pueden deberse a una causa común, por ejemplo las políticas impuestas por los países industriales, las cuales tienen efectos parecidos sobre los mercados emergentes”. Entonces se dice que dichas crisis están producidas por “(...) ‘efectos monzón’, definidos como cambios económicos relevantes en las economías industriales que desencadenan crisis en los mercados emergentes” (Masson, 1998, págs. 4 y 5). Caramazza *et al.* (2000) indican que esos cambios en las economías industriales pueden ser: la elevación de los tipos de interés internacionales, la caída de la demanda agregada mundial, la disminución de los precios de las materias primas, o la variación de los tipos de cambio bilaterales entre las principales economías industriales (sobre todo cuando las monedas de las economías emergentes están ligadas a la moneda de alguna de esas economías industriales). Todos estos cambios pueden traer consigo una retirada de capitales de varios países en desarrollo en un mismo año, dando la imagen de que se está produciendo un contagio. Obviamente, las crisis



provocadas por los “efectos monzón” pueden incluirse tanto en la primera como en la segunda generación, en función de los mismos criterios utilizados anteriormente. Si el *shock* externo altera alguna de las variables de los modelos de primera generación, de forma que se genere un *gap* entre la oferta y la demanda de dinero y, por tanto, la política monetaria se torne incompatible con el tipo de cambio fijo, se podría desarrollar un modelo de primera generación que explicara lo ocurrido. Por el contrario, si el *shock* externo provoca un cambio de expectativas que se autocumple, un modelo de segunda generación resultaría más explicativo.

### **a.1) Diferentes tipos de contagio**

Recuérdese la definición de contagio de Drazen (1999). Decía, en otras palabras, que se puede hablar de contagio siempre y cuando la causa primera de una crisis financiera, o de las presiones especulativas sobre una moneda, sea la crisis financiera de otro país. Se debe señalar, no obstante, que la crisis del primer país afectado no tiene por qué ser la única causa de la crisis de los siguientes países afectados. Entre dicha primera crisis y las siguientes debe producirse un empeoramiento de los parámetros fundamentales y/o un cambio de las expectativas de los agentes privados. Es decir, la primera crisis por sí misma no puede desencadenar crisis en otros países. Desencadena, en cambio, ciertos mecanismos que pueden causar directamente esas crisis siguientes. Dependiendo de si la causa directa de la crisis (derivada, a su vez de la primera crisis) es un empeoramiento de los parámetros fundamentales de otros países, o un cambio de expectativas, Masson (1998) distingue entre “esparcimiento” (*spillover*) y contagio puro.

#### **El “esparcimiento”**

Sobre el “esparcimiento” Masson afirma que “una crisis en un mercado emergente puede afectar a los parámetros macroeconómicos fundamentales de otro mercado emergente” (Masson, 1998, pág. 4) y ese deterioro de los parámetros fundamentales puede culminar en una crisis en ese otro mercado. Una crisis en un país puede afectar a los parámetros fundamentales de un segundo país por dos vías diferentes: comercial y financiera.

Véase primero el “esparcimiento” de la crisis por la vía comercial. Éste se puede producir de diversas maneras. En primer lugar, la devaluación de la moneda del país que primero sufre una crisis puede conducir a una pérdida de competitividad en precios de los demás países (tanto frente al país que primero ha entrado en crisis como frente a terceros mercados), lo que generaría un deterioro de la cuenta corriente y quizá incluso una ralentización del crecimiento económico de esos otros países. En segundo lugar, los precios de exportación del país cuya moneda se ha devaluado caen, lo que puede deprimir el nivel general de precios de los países a los que exporta, de manera que en éstos caería la demanda agregada y se agrandaría el *gap* entre oferta y demanda de dinero que culmina en una crisis financiera del tipo descrito por los modelos de primera generación. En tercer lugar, la crisis normalmente trae consigo una disminución del crecimiento económico en el país que la sufre, lo que incide en una merma de su capacidad importadora, lo que, a su vez, puede empeorar la capacidad exportadora de sus socios comerciales.

Gerlach y Smets (1994) formalizan las dos primeras modalidades de “esparcimiento” por vía comercial. Partiendo del modelo de Flood y Garber (1984b), suponen que hay dos países y que ambos tienen un crecimiento excesivo del crédito interno (como el país del modelo de Flood y Garber, 1984b, y de otros modelos de primera generación). Explican cómo el colapso del régimen cambiario de uno de los países del modelo acelera el colapso del régimen cambiario del otro país (adelanta un colapso inevitable, como los de los modelos de primera generación). No obstante, también analizan la posibilidad de que se produzca un contagio incluso cuando la paridad del segundo país es sostenible (es decir, cuando la crisis no es inevitable).

De acuerdo con Gerlach y Smets (1994) el mecanismo que conduce a una crisis en el segundo país es el siguiente. La devaluación de la moneda del primer país conlleva, en primer lugar, una reducción del precio de los bienes del primer país en el mercado del segundo país. Por tanto, cae el nivel de precios del segundo país. En segundo lugar, la devaluación del primer país, dado que se supone que los salarios no son flexibles, implica que el segundo país pierde competitividad. Ambos efectos (caída del nivel de precios y de la competitividad) provocan, en ese segundo país, presiones deflacionistas sobre los salarios y el crecimiento económico que reducen la demanda de

dinero. Como consecuencia de dicha reducción de la demanda de dinero, el crecimiento del crédito del banco central implica un exceso de oferta monetaria mayor al que se daba antes de la devaluación de la moneda del primer país. Entonces, los agentes privados intercambian dicho exceso de oferta monetaria por divisas, lo que implica la pérdida de reservas que conduce en último término a la crisis financiera. El contagio es más grave cuanto mayor sea la integración comercial de ambos países, cuanto menor sea la flexibilidad de los salarios, y cuanto menor sea la integración comercial entre ambos países y el país a cuya moneda están ancladas las monedas de dichos países.

Véase ahora cómo se produce el “esparcimiento” por la vía financiera. Por una parte, el comportamiento de los inversores internacionales puede generar “esparcimiento” a través de los siguientes mecanismos (Caramazza *et al.*, 2000). En primer lugar, la crisis de un primer país provoca la venta de activos de ese país por parte de los inversores, que a la vez comprarán activos de un segundo país y cubrirán el riesgo de la nueva compra con la venta de activos de un tercer país, de manera que se contagia la crisis del primer al tercer país (Kodres y Pritsker, 1998). En segundo lugar, los inversores pueden liquidar sus posiciones en un segundo país para cubrir las pérdidas que la crisis del primer país les ha generado (Goldfajn y Valdés, 1997). Y en tercer lugar, ante la crisis en un primer país los inversores pueden vender los activos que estén más representados en su cartera de activos, simplemente por su gran disponibilidad, con el ánimo de reajustar el riesgo de su cartera (sobre la teoría del *common creditor* véase Kaminsky y Reinhart, 2000).

Por otra parte, el comportamiento de los intermediarios financieros del país en crisis también puede provocar “esparcimiento” por vía financiera. En concreto, éstos pueden verse forzados a retirar capital de los mercados financieros de otros países para contar con la liquidez necesaria para hacer frente a los pagos a los inversores extranjeros que se están retirando de su mercado (Goldfajn y Valdés, 1997).

Cabría preguntarse si el “esparcimiento” tiene cabida en los modelos de primera y/o de segunda generación. Cabe considerar que el empeoramiento de los parámetros fundamentales puede, por una parte, agravar un problema de incompatibilidad de

políticas económicas, de manera que se adelante una crisis que se habría producido en cualquier caso como consecuencia del deterioro de los parámetros fundamentales. En tal caso, un modelo de primera generación explicaría este tipo de contagio (como en Gerlach y Smets, 1994). Por otra parte, el empeoramiento del estado de los parámetros fundamentales puede simplemente situar al segundo país en lo que Cole y Kehoe (1996 y 1998) denominan la zona de crisis. Es decir, dicho empeoramiento puede tan sólo abrir la puerta al autocumplimiento de las expectativas, en cuyo caso un modelo de segunda generación explicaría este tipo de contagio.

### **El contagio puro**

“Una crisis en un país puede desencadenar una crisis en otro lugar por razones no explicadas por los parámetros fundamentales, quizá porque conduce a cambios en el sentimiento del mercado o a cambios en la interpretación que se hace de la información existente” (Masson, 1998, pág. 4). En otras palabras, la crisis financiera que ocurre en un primer país afectado no trae consigo ningún cambio en los parámetros fundamentales de otros países, sino que cambia la tolerancia al riesgo de los agentes privados o su imagen del estado de esos parámetros fundamentales. Por tanto, las expectativas privadas cambian, y ello conduce a una crisis por autocumplimiento de las expectativas. En tal caso se dice que existe contagio puro.

Masson (1998) formaliza esta posibilidad en un modelo de balanza de pagos en el que se muestra que para determinado estado de los parámetros fundamentales hay equilibrio múltiple. En dicho modelo la vulnerabilidad al contagio es mayor “cuando hay una deuda (con tipo de interés variable) importante, cuando las reservas son bajas, y cuando hay déficit comercial” (Masson, 1998, pág. 13).

Goldstein (1998) presenta la idea del *wake up call*, que consiste en que la crisis en un país sirve de “despertador” para los mercados financieros que, ante dicha crisis, reevalúan los parámetros fundamentales de otros países. Así, países con parámetros fundamentales (comerciales o financieros) no perfectamente saneados pueden ser atacados aun cuando, en ausencia de ese ataque, no habrían sufrido una crisis financiera.

El modelo de Ahluwalia (2000) muestra un caso concreto del *wake up call* (y de contagio puro, por tanto), en el que se dice a la vista de qué parámetros se produce la reevaluación de la solvencia de los países prestatarios. En su modelo –que además evalúa económicamente– el contagio se debe a la existencia de aparentes similitudes (económicas o geográficas) entre el primer país que entra en crisis y otros países. En sus palabras, “una crisis en un país que presente ciertas características visibles –debilidades en variables económicas relevantes y localización en una región determinada– puede resultar en una crisis de confianza en otros países que presenten esas características, *independientemente* de si éstas han sido responsables de la crisis original” (Ahluwalia, 2000, pág. 3; cursiva en el original). Este modelo resulta especialmente aplicable a las crisis en economías emergentes, dado que la información que de ellos se tiene es menor que la que se tiene de los países desarrollados. En este mismo artículo se considera que, dado que todos los países son susceptibles de ser contagiados, aunque sus parámetros fundamentales estén saneados, la forma de evitar el contagio sería, en el corto plazo, los controles de capital y, en el largo plazo, el desarrollo de sistemas de información que permitan a los inversores internacionales conocer la realidad de cada una de las economías emergentes, de forma que no se juzgue la estabilidad del tipo de cambio de un país en función de la estabilidad del tipo de cambio de países “similares”.

Los modelos de contagio puro pueden inscribirse en el grupo de modelos de segunda generación, dado que en ellos se considera lo siguiente. Por una parte, que las crisis son contingentes y consecuencia del autocumplimiento de las expectativas, en un contexto de equilibrio múltiple. Por otra, que para que exista el equilibrio múltiple y, por tanto, para que se produzca un contagio puro, los parámetros fundamentales deben estar algo deteriorados.

Drazen (1999) identifica otro tipo de contagio, al que denomina contagio político. En su modelo las crisis dependen de una decisión gubernamental que obedece, a su vez, a factores políticos. Los modelos de segunda generación también consideran que las crisis dependen de una decisión gubernamental. Pero dicha decisión no depende, como en Drazen (1999), de beneficios y costes políticos, sino de beneficios y costes económicos (por ejemplo, en Obstfeld, 1994, el coste que la

elevación de los tipos de interés supone en términos de encarecimiento de la deuda pública). En Drazen (1999) abandonar el tipo de cambio fijo tiene un coste porque ello implica renunciar a los beneficios de pertenecer a un “club” (por ejemplo, un proceso de integración política/económica) en el que el requisito para ser miembro es precisamente tener un tipo de cambio fijo. Por tanto, el contagio político se produce de la siguiente manera: cuando un miembro del club sufre una crisis cambiaria y, por tanto, se ve forzado a abandonar el club, disminuye el valor de ser miembro de ese club, especialmente si el país en cuestión era importante para la pervivencia del club. Así, aumentan las expectativas de que los demás países miembros devalúen también, y suben, por tanto, las probabilidades de contagio. El contagio político puede considerarse como un “esparcimiento” si los parámetros políticos –más precisamente, el valor político de pertenecer al club– se consideran parámetros fundamentales. En caso contrario, el contagio político es claramente un caso concreto de contagio puro.

## **a.2) Contrastación en la literatura empírica**

Hay algo de respaldo empírico a los modelos de contagio. Por ejemplo, Calvo y Reinhart (1995) utilizan un análisis econométrico para demostrar la existencia de contagio, aunque de forma algo indirecta. En concreto muestran cómo los movimientos de capital desde y hacia países grandes en Latinoamérica fueron factores explicativos de los movimientos de capital desde y hacia países pequeños de esa misma región. Frankel y Schmukler (1996) prueban la existencia de contagio utilizando datos de los *country funds*. Asimismo, Valdés (1997), tras analizar la correlación de los precios en el mercado secundario de deuda –controlando los efectos de los parámetros fundamentales y de la difusión de importantes piezas de información (“*big news events*”)–, concluye que existe más contagio entre los mercados de los países en desarrollo que entre los mercados de los países de la OCDE. Eichengreen *et al.* (1996)<sup>61</sup> presentan un estudio en el que el contagio no relacionado con parámetros fundamentales es una variable significativa. En concreto, concluyen que un ataque especulativo en cualquier parte del mundo aumenta la probabilidad de una crisis cambiaria en un país determinado en un 8% aproximadamente.

---

<sup>61</sup> Su muestra se compone de 20 países industriales desde 1959 hasta 1993.

Los estudios hasta aquí presentados muestran la existencia de contagio, pero no discriminan entre los distintos tipos que se han estudiado (“esparcimiento” por distintas vías y contagio puro). A continuación se trata de ver estudios que sí distingan entre las distintas formas de contagio. Con respecto al “esparcimiento”, Glick y Rose (1998) ofrecen un estudio empírico en el que los vínculos comerciales entre países explican, mejor que otros factores macroeconómicos, el contagio de una crisis entre países de una misma región. Eichengreen *et al.* (1996) comparan en un estudio empírico la capacidad explicativa del contagio por la existencia de vínculos comerciales frente a otros parámetros fundamentales macroeconómicos, y concluyen que el comercio es más relevante que el resto de las variables contempladas.

Kodres y Pritsker (1998) indican, por el contrario, que las explicaciones del contagio por la vía macroeconómica (comercial, por ejemplo) no son realistas a la vista de que los movimientos correlacionados de precios y el incremento de la volatilidad en las economías contagiadas se producen mucho más rápido que cualquier cambio macroeconómico. El estudio econométrico de Caramazza *et al.* (2000) concluye que, una vez controlados los efectos de los parámetros fundamentales no financieros y el contagio por vía comercial, los vínculos financieros entre países y la fragilidad financiera desempeñan un papel significativo en el contagio de las crisis. Es más, muestran que el hecho de que el contagio se suela producir entre países de una misma región geográfica tiene su origen en esos vínculos financieros entre los países afectados, sobre todo en el hecho de que dichos países habitualmente tienen unos prestamistas comunes (*common creditors*).

Con respecto al contagio puro, Sachs *et al.* (1996) presentan un modelo en el que existe contagio puro, y éste se puede dar en países con parámetros fundamentales “no muy saneados” (bajas reservas en divisas, apreciación real de la moneda y fragilidad bancaria medida por los *booms* de crédito). Arguyen, además, que el “efecto tequila” encaja en su modelo. Kruger *et al.* (1998) evalúan con un modelo econométrico la existencia de contagio regional, y concluyen que efectivamente la variable de contagio puro que utilizan en su estudio resulta significativa. Esquivel y Larraín (1998) también observan la existencia de contagio regional al margen del comportamiento de los parámetros fundamentales de las economías en crisis.

Ahluwalia (2000) realiza un análisis econométrico de su modelo de contagio puro<sup>62</sup>. Dicho análisis concluye que los inversores discriminan entre los países que son potenciales víctimas de un ataque en función de la proximidad geográfica al país que primero entró en crisis y de la similitud entre la evolución de ciertos parámetros fundamentales y la evolución de esos mismos parámetros en ese país que primero sufrió la crisis.

## **b) Teorías sobre el comportamiento de los agentes financieros internacionales**

Los modelos teóricos hasta aquí analizados no atienden suficientemente a la toma de decisiones de los inversores, que son los que, al fin y al cabo, atacan los mercados financieros de los países en cuestión y provocan en último término el estallido de las crisis financieras. En efecto, y como se vio, los modelos de primera generación muestran que los agentes privados adelantan con un ataque especulativo el agotamiento de las reservas internacionales, pero simplifican en exceso la figura del inversor, el cual tiene en dichos modelos información perfecta. Los modelos de segunda generación, por otra parte, muestran el papel del cambio de expectativas en la generación de una crisis financiera, pero no explican las cuestiones de información y comportamiento de los distintos inversores que coordinan el cambio de expectativas de esos inversores.

No se pretende dedicar un gran un gran espacio de esta tesis a estas cuestiones, debido a que se alejan en demasía del enfoque nacional que caracteriza a este trabajo. Es decir, esta tesis se centra en los asuntos de índole interna a los países en cuestión (política económica, deterioro de los parámetros fundamentales...) que coadyuvan en el estallido de crisis financieras; y se toman como exógenas las cuestiones internacionales, desde la globalización financiera hasta las características del comportamiento de los agentes participantes en los mercados financieros internacionales. Si se analizan algunas teorías sobre ese comportamiento es porque, como resultará evidente,

---

<sup>62</sup> Su muestra se compone de siete países asiáticos (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Taiwán, Tailandia y Singapur), siete latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) y otros cinco países (India, Pakistán, Sri Lanka, Jordania y Sudáfrica).



complementan bastante bien las ideas de algunos de los modelos estudiados (en concreto, de los de segunda generación). Baste, en cualquier caso, con repasar una muestra, no demasiado exhaustiva, de ellas.

Véanse, en primer lugar, algunos modelos sobre el pánico financiero y, a continuación, modelos sobre *herding* y cascadas de información.

### **b.1) El pánico financiero**

Un pánico financiero consiste, siguiendo la definición de Radelet y Sachs (1998a), en la retirada del crédito a un prestatario con problemas de liquidez –pero que puede ser solvente– por parte de los prestamistas a corto plazo. Un modelo clásico de pánico financiero –en concreto, de pánico bancario o *bank run*– es el de Diamond y Dybvig (1983), en el que hay dos equilibrios posibles (como en los modelos de segunda generación) y el equilibrio “malo” consiste en que todos los depositantes tratan de retirar sus depósitos de un banco, el cual tiene que liquidar sus activos para hacer frente a la retirada de depósitos. En este modelo los bancos son transformadores de vencimientos porque las inversiones para las que prestan normalmente requieren cierto tiempo para ser rentables; y los individuos no poseen certidumbre al respecto de cuándo van a necesitar los fondos depositados, con lo que cabe la posibilidad de que se dé la retirada y, por tanto, la liquidación de los activos del banco antes del plazo necesario para que la inversión sea rentable (dicha retirada convierte, así, a un banco con falta de liquidez en un banco insolvente).

Chari y Jagannathan (1988) también presentan un modelo teórico de *bank runs*. En este caso, los cambios de expectativas están coordinados por una variable observable: la longitud de la cola en la puerta del banco. En otras palabras, los agentes ven, por la longitud de la cola del banco, la cantidad de depositantes que quieren retirar el crédito. Ante la observación de que los demás van a retirar ese crédito, cada agente individualmente se pondrá en la cola lo antes posible.

Detragiache (1996), como Diamond y Dybvig (1983), aborda la diferencia entre problemas de liquidez y problemas de solvencia del prestatario. La conclusión de su

modelo es que cuando los prestamistas son muchos y no están coordinados aparece la posibilidad del equilibrio múltiple<sup>63</sup>; y uno de los equilibrios posibles es precisamente aquél en el que se le niega la liquidez a un prestatario solvente y así las expectativas de impago se autocumplen. Según la autora, el autocumplimiento de las expectativas sólo puede evitarse eliminando las expectativas de impago, mediante, por ejemplo, la obtención de una buena reputación por parte del gobierno en cuestión.

Un modelo que resulta de especial interés es el de Morris y Shin (1997), quienes presentan un estudio en el que se aúnan explícitamente un modelo de crisis financiera con cuestiones de información imperfecta en los mercados financieros. Describen un juego de especulación en el que cada agente obtiene información sobre el estado de la economía pero con un pequeño margen de error. La existencia de ese margen de error hace que los agentes no puedan tener ninguna certeza sobre qué es lo que saben los demás agentes. Lo que se concluye es que cuando existe tal incertidumbre (desconocimiento de qué es lo que saben los demás agentes sobre el estado de los parámetros fundamentales) se pueden producir crisis por autocumplimiento de expectativas, siendo la crisis el único equilibrio posible. Es decir, al introducir incertidumbre y para determinado estado de los parámetros fundamentales de la economía, se elimina el carácter contingente de las crisis, propio de los modelos de segunda generación. La ventaja, según estos autores, de la eliminación de la contingencia de la crisis, es que ello hace posible la formulación de lecciones de política económica más allá del consejo laxo que los modelos de segunda generación ofrecían (que los parámetros fundamentales no han de entrar en la difícilmente acotable zona de crisis)<sup>64</sup>.

El argumento lógico que subyace al modelo es el del pánico financiero: resulta razonable que un inversor individual especule en contra de una moneda siempre que

---

<sup>63</sup> También Flood y Marion (1998) insisten en que sólo aparece la multiplicidad del equilibrio si los especuladores son pequeños y no están coordinados.

<sup>64</sup> El principal consejo de política económica que este modelo ofrece consiste en que, como el problema está en que los agentes no saben qué es lo que saben los demás agentes, los gobiernos han de hacer declaraciones sobre el estado de los parámetros fundamentales “a una audiencia reunida en un único cuarto, donde todos puedan ver que todos los demás participantes están en una posición idéntica” (Morris y Shin, 1997, pág. iv). Así, se eliminaría la incertidumbre sobre cuál es la información con que cuentan los demás.

pueda ser que los demás agentes crean que el tipo de cambio fijo es insostenible (y mientras no sea demasiado costoso tomar una posición en contra de la moneda en cuestión, que no lo sería en un contexto de libre movilidad del capital como del que esta tesis se ocupa). Atacar la moneda resulta razonable incluso si se cree que en ausencia de ataque el tipo de cambio sería sostenible: “agarrarse a la moneda puede producir una ganancia mayor si todos los demás también se agarran a ella, pero es una acción más arriesgada porque cuenta con que todos los demás se comporten de forma similar” (Flood y Marion, 1998, pág. 18). La diferencia de este modelo de Morris y Shin (1997) con respecto a otros de pánico financiero es que considera que la información imperfecta hace las crisis inevitables, y no contingentes. Eso sí, la inevitabilidad de la crisis en un modelo como éste emana de fuentes totalmente distintas que la inevitabilidad de las crisis en los modelos de primera generación. En éstos últimos emana de la existencia de información perfecta (recuérdese el *perfect foresight*), mientras que en el primero emana de la incertidumbre. Además, en los últimos emana del deterioro de ciertos parámetros fundamentales, mientras que en el primero emana de la combinación de ese deterioro con ciertas características del mercado financiero internacional (una gran cantidad de capital volátil en circulación y un bajo coste de especulación).

No se puede dejar de hacer referencia aquí al acertado paralelismo que estableció Keynes (1936) entre el funcionamiento del mercado de valores —que genera euforias y pánicos financieros— y el funcionamiento de un concurso organizado por los periódicos de su época: “(...) la inversión por profesionales puede compararse a esos concursos de los periódicos en que los concursantes tienen que seleccionar las seis caras más bonitas entre un centenar de fotografías, ganando el premio aquel competidor cuya selección corresponda más aproximadamente al promedio de las preferencias de los competidores en conjunto” (Keynes, 1936, pág. 142). Así, los concursantes (los inversores) no elegirán las mujeres (la inversión) que ellos consideren más bellas (más rentable), sino aquéllas que consideren que los demás van a considerar que son las más bellas (la más rentable). O, mejor, cada uno de los concursantes (inversores) elegirá las mujeres (la inversión) que crea que los demás van a creer que los demás van a considerar como las más bellas (la más rentable). “Hemos alcanzado el tercer grado en el que dedicamos nuestra inteligencia a anticipar lo que la opinión promedio espera

que sea la opinión promedio. Y existen algunos, según creo, que practican los grados cuarto, quinto y otros superiores” (Keynes, 1936, pág. 143).

Para concluir el análisis sobre el pánico financiero, se ha de señalar que, tal y como señalan Radelet y Sachs (1998a), un pánico financiero es posible —y, por tanto, es posible que una retirada masiva de crédito sea racional— cuando se cumple que: los pasivos a corto plazo exceden a los activos a corto plazo (es decir, cuando la economía en cuestión tiene falta de liquidez); ningún prestamista es lo suficientemente “grande” como para proveer por sí mismo todo el crédito necesario para que el prestatario haga frente a sus pasivos a corto plazo; y no existe un PUR (o no se confía en que exista)<sup>65</sup>.

Lo que todos estos modelos de pánico financiero añaden a los modelos ya analizados de equilibrio múltiple (a los modelos de segunda generación) son las cuestiones de comportamiento de los agentes que les llevan a generar el equilibrio “malo” (el *bank run*): los agentes prestamistas atacan (y actúan racionalmente al hacerlo) no cuando temen que el banco ha hecho una mala decisión de inversión sino cuando creen que los demás agentes van a atacar; en otras palabras, los prestamistas atacan no cuando el prestatario sea insolvente sino cuando la falta de liquidez del sistema financiero pone en peligro el cobro de los créditos propios, en caso de que los otros prestamistas no renueven los suyos. Si se cree que los demás depositantes van a exigir su dinero, es racional individualmente querer retirar el dinero antes que los demás, antes de que el banco no pueda hacer frente a las devoluciones de depósitos.

Hay una diferencia notable entre los modelos de pánico financiero y los modelos de *herding* y de cascadas de información (que enseguida se estudian): en éstos últimos los agentes toman decisiones en función de la observación de las decisiones tomadas previamente por los demás agentes<sup>66</sup> (es decir, que la toma de decisiones es secuencial), mientras que en las teorías sobre pánico financiero los agentes actúan en función de la falta de información común sobre los parámetros fundamentales, sin que sea necesario que observen el comportamiento de los demás agentes.

---

<sup>65</sup> Otros modelos, no incluidos en este apartado, que muestran la posibilidad de que agentes racionales nieguen crédito a prestatarios solventes, y en los que las expectativas de impago se autocumplen, pueden encontrarse en Sachs (1984) y Cooper y Sachs (1985).

<sup>66</sup> Con la salvedad del modelo de Calvo y Mendoza (1997).

## **b.2) *Herding* y cascadas de información**

Véanse, pues, algunos modelos de *herding* y de cascadas de información. Téngase en cuenta, para empezar, que resulta muy difícil determinar la diferencia entre qué es una cosa y qué es otra. Una cascada de información –la más sencilla que se puede describir– consiste en que un agente nº 1 toma una decisión (por ejemplo, no renovar el crédito a un país en desarrollo) siguiendo su propia información; un agente nº 2 puede tener una información que le haría actuar de forma contraria al agente nº 1 (renovar el crédito) pero elige lo mismo que el agente nº 1 pensando que éste puede tener mejor información que él/ella; un agente nº 3 puede tener la misma información que el agente nº 2, pero igualmente sigue las decisiones previas de los otros agentes. Y así sucesivamente. Según Flood y Marion esta regla de decisión secuencial “resulta en comportamiento de rebaño” (Flood y Marion, 1998, pág. 19). Así, el término cascada de información se referiría más al proceso por el que unos agentes copian las decisiones de otros agentes, y *herding* se referiría, en cambio, al comportamiento conjunto derivado de ese proceso. Pero en cualquier caso, la diferencia es tan sutil (y quizá tan innecesariamente sutil) que no se va a tratar de diferenciar claramente unos modelos de otros. Por otra parte, según Saxena y Wong el *herding* es “un ejemplo de cascada de información” (Saxena y Wong, 1999, pág. 12). Incluso si se estuviera de acuerdo con esta otra definición tampoco merecería demasiado la pena entrar en minuciosas diferenciaciones entre los modelos de una cosa y otra.

Scharfstein y Stein (1990) estudian algunas de las fuerzas que conducen a los agentes a tener comportamiento de rebaño (*herding*) a la hora de decidir sus inversiones (sean éstas en los mercados financieros internacionales o en bolsa o en el seno de una empresa...). Consideran que en determinadas circunstancias los inversores copian las decisiones de inversión de los demás ignorando su propia información. El principal motivo para que así sea (según este modelo) es la necesidad de mantener una reputación. Los agentes tendrán mejor reputación si, a igualdad de beneficios, han actuado como los demás. Así, un inversor realizará una inversión, aunque su información le diga que va a incurrir en pérdidas, si los demás agentes la han realizado antes que él/ella. Y no realizará inversiones que se le antojan rentables si los demás no las han realizado.

Banerjee (1992) presenta un modelo en el que, como en el modelo anterior, los agentes toman decisiones individual y secuencialmente teniendo en cuenta la decisión previa de los demás agentes. La motivación para ello no es tanto la cuestión de la reputación como la creencia de que los otros agentes pueden contar con información de la que él/ella carece. Así, toma su decisión atendiendo, no tanto a su propia información, como a las señales que las decisiones previas de los demás agentes muestran. Esta forma de toma de decisiones es racional para cada uno de los agentes pero puede conducir a resultados ineficientes, sobre todo dado que las señales que los agentes emiten al decidir pueden no resultar el reflejo de sus propias informaciones sino de las señales emitidas por agentes anteriores en la secuencia de decisiones. En otras palabras, el intento de “usar la información contenida en las decisiones tomadas por otros hace que las decisiones de cada persona sean menos sensibles a su propia información y, por tanto, menos informativas para los demás” (Banerjee, 1992, pág. 798). Y cuanto más larga sea la secuencia de decisiones (cuantos más agentes haya) es más probable que el resultado de todas las decisiones en conjunto sea ineficiente. Esta conclusión es de especial interés en el mundo financiero actual, en el que hay cada vez más participantes, con lo que la cadena de toma de decisiones puede ser cada vez más larga.

Shiller (1995), por otra parte, provee de un modelo en el que todos los agentes tienen acceso a la misma información pero cada uno de ellos la interpreta y la procesa de forma diferente. Así, la reacción en un mercado a una nueva pieza de información provee de una señal sobre cómo los demás agentes están interpretando la nueva información existente. La señal provoca una revisión de las expectativas sobre lo que va a ocurrir en otros mercados, con lo que se genera una cascada de información en esos otros mercados<sup>67</sup>.

Sias (1996) señala que los fondos de inversión colectiva son especialmente proclives al *herding* (a seguir las decisiones de otros fondos de inversión). Los argumentos que ofrece son, en primer lugar, que el éxito o fracaso de las inversión realizada se mide en parte en función del éxito o fracaso de las inversiones de los

---

<sup>67</sup> Sobre cascadas de información, véase también Bikhchandani *et al.* (1992).

demás fondos y, en segundo lugar, que las pérdidas son más costosas (pérdidas monetarias más coste “reputacional”) que beneficiosas las ganancias (ganancias sólo monetarias). Señala además que los fondos de inversión colectiva también tienden a practicar el *noise trading* que consiste en la toma de decisiones de inversión sin información suficiente sobre la rentabilidad de dicha inversión. El motivo de ello es que los fondos de inversión tienen una imagen pública suficientemente buena como para que sus clientes no piensen que se están tomando las decisiones sin la información suficiente<sup>68</sup>.

Calvo y Mendoza definen el *herding* como “una situación en la que inversores racionales eligen reaccionar a un rumor sobre las características de rentabilidad de los activos de un país o sobre su participación apropiada en la cartera de valores óptima” (Calvo y Mendoza, 1997, págs. 1 y 2). Sus conclusiones sobre dicho fenómeno son las siguientes.

1. Si la obtención de información de un país en concreto tiene un coste fijo, la utilidad esperada del pago de ese coste disminuye a medida que crece el número de países en los que el capital puede ser invertido. Así, si se expande un rumor que indica, por ejemplo, que los activos de un país determinado tienen menos rentabilidad que antes, cuanto mayor sea el mercado financiero internacional, habrá menores incentivos a confirmar el rumor mediante un estudio de dicho país, y más volátiles serán los capitales allí localizados.
2. Si los inversores se enfrentan a un coste en términos de reputación (el coste no monetario de obtener menos rentabilidad que la media del mercado), los inversores pueden elegir racionalmente seguir los rumores del mercado.

Este modelo de Calvo y Mendoza (1997) abandona uno de los supuestos de muchos modelos de *herding*, como por ejemplo el modelo de Banerjee (1992) –el supuesto de que la información es gratis–, mediante la introducción de un coste de obtención de información. “Si se abandona [el supuesto de que la información es

---

<sup>68</sup> Cabe matizar que el *noise trading* no es un caso de *herding* ni de cascadas de información. Estos dos últimos comportamientos presuponen la existencia de distorsiones en los mercados financieros, como la asimetría de la información, por ejemplo. En cambio, el *noise trading* es un tipo de comportamiento que no depende tanto de la existencia de distorsiones en el mercado financiero como de la existencia de distintos tipos de objetivos y de comportamientos de los distintos participantes en ese mercado financiero.

gratis] la gente se verá incentivada a intentar actuar como usuarios gratuitos de las ideas de otras personas y ello sólo exacerbaría el problema del *herding*” (Banerjee, 1992, pág. 816). En otras palabras, lo que ocurre cuando la información tiene un coste es que no sólo se produce *herding* porque los agentes no hagan caso de su información a la hora de tomar una decisión, sino que además ni siquiera se molestan en comprarla (y menos cuanto mayor sea el número de países susceptibles de recibir capital extranjero).

Otra novedad interesante del modelo de Calvo y Mendoza (1997) en comparación con otros modelos de cascadas de información y *herding* es que –como en los modelos de pánico financiero– se abandona la toma de decisiones secuencial y se pasa a analizar un juego en el que muchos inversores idénticos toman sus decisiones simultáneamente.

### **b.3) Conclusión y contrastación en la literatura empírica**

Como conclusión a todo este epígrafe sobre comportamiento de los agentes privados, véase lo que más interesante resulta para este trabajo.

1. Estos modelos explican las interacciones entre los agentes que hacen que éstos actúen al margen de la evolución de los parámetros fundamentales, con lo que apoyan la idea de que se puede dar el paso de un equilibrio a otro (de un equilibrio “bueno” a uno “malo”) en ausencia de un deterioro de los parámetros fundamentales tan grande como para culminar por sí mismo en una crisis financiera.
2. Al explicar esas interacciones entre los agentes privados, muestran que el comportamiento de los agentes, a pesar de producirse al margen de la evolución de los parámetros fundamentales, es racional: resulta racional seguir el comportamiento de los demás agentes, o bien para no sufrir pérdidas, como en los modelos de pánico financiero; o bien porque se considere que los otros agentes tienen mejor información que uno mismo, como en algunos modelos de *herding*; o bien porque la obtención de información resulte demasiado costosa, como en el modelo de Calvo y Mendoza (1997); etc.



3. Al ser el comportamiento de los agentes independiente del estado de los parámetros fundamentales, a pesar de ser racional, puede resultar ineficiente. De hecho, buena parte de las crisis financieras (por no decir todas) son ineficientes, en el sentido de que se producen retiradas de crédito superiores a los que los problemas existentes en la economía exigirían; y esta ineficiencia se debe a la actuación (racional, pese a todo) de los agentes privados. Chang y Velasco afirman que “el sistema financiero puede actuar como un mecanismo multiplicador, implicando un coste social mucho mayor que el coherente con el cambio de los parámetros fundamentales” (Chang y Velasco, 1998b, pág. 31).
4. Existe una diferencia importante entre estos modelos de comportamiento de los agentes privados y los modelos con equilibrio múltiple analizados anteriormente (los modelos de segunda generación). Estas teorías explicitan el hecho de que los distintos agentes tienen distintas informaciones (o distintas interpretaciones de la misma información), lo que hace que unos y otros se cuestionen u observen cuándo retiran el crédito los demás. Así, estas teorías dejan de considerar a los agentes privados como una especie de entidad homogénea que cambia sus expectativas y retira su crédito –como parece que ocurría en los modelos de segunda generación– y pasa a considerarlos como entidades separadas que actúan individualmente en función de lo que piensen que va a ser la actuación de los otros agentes o de cómo haya sido ésta.
5. A pesar de dar el paso más allá de los modelos de segunda generación señalado en los puntos 1 y 4, dejan sin resolver la cuestión fundamental de qué hace que cambien las expectativas de los agentes privados (o de los primeros agentes en la cadena de toma de decisiones). Puede considerarse que el estudio sobre qué es lo que hace cambiar las expectativas de los inversores (qué es lo que les va a dar o a restar confianza) es la asignatura pendiente de los estudiosos de las crisis financieras, y que probablemente siga siéndolo dada la naturaleza psicológica de la confianza.

Con respecto a la literatura empírica sobre estos comportamientos de los agentes financieros, por una parte, cabe hacer referencia al estudio econométrico de Radelet y Sachs (1998b) para mostrar la relación entre los pánicos financieros y las crisis. En dicho estudio, cuya muestra se compone de 22 economías emergentes entre 1994 y

1997, el ratio deuda a corto plazo sobre reservas resulta significativo, mientras que el ratio deuda total sobre reservas no. Ello indica que las crisis financieras ocurren, en muchas ocasiones, al haber problemas de liquidez, pero no de solvencia; o, en otras palabras, al haber vulnerabilidad a un pánico financiero. Flood y Marion (1998) concluyen, a raíz de su revisión de los estudios empíricos sobre indicadores de crisis, que el nivel de liquidez sobre reservas es un buen predictor de crisis, lo que, asimismo, apoya la idea del pánico financiero como detonante de las crisis. Por otra parte, para mostrar la existencia de comportamientos de rebaño en los mercados financieros, basta quizá con citar los estudios de Sias (1996), Choe *et al.* (1998) o Kim y Wei (1999), quienes demuestran la existencia de comportamientos de *herding*, sobre todo por parte de determinados fondos de inversión colectiva.

### **c) Modelos teóricos sobre crisis gemelas (crisis cambiarias y crisis bancarias)**

En muchos puntos de este trabajo se ha estado utilizando el término crisis financiera, sin precisar a qué tipo de crisis financiera se estaba haciendo alusión: si a una crisis cambiaria (abandono del tipo de cambio fijo) o a una bancaria (retirada del crédito al sistema bancario nacional)... y así se va a seguir procediendo en el resto de esta tesis. La justificación de semejante imprecisión terminológica se encuentra, en primer lugar, en algunos modelos teóricos en los que se demuestra la íntima ligazón entre las crisis cambiarias y las crisis bancarias; y, en segundo lugar, en que en los países que se pretende analizar se dieron ambos tipos de crisis, con lo que servirán tanto los modelos que hagan referencia a uno de los tipos de crisis, como los que hagan referencia al otro tipo. En otras palabras, existen modelos que muestran cómo un tipo de crisis suele conducir al otro y viceversa, lo que hace que no sea demasiado grave no separar unas y otras en este análisis; y menos aún si se tiene en cuenta que las crisis financieras de las que luego se hablará presentaron las dos vertientes, como se discutirá en su momento.

Son muchos los modelos que ligan las crisis cambiarias con las bancarias. Ya se vio anteriormente el caso de dos modelos de segunda generación (Chang y Velasco, 1998b; Calvo, 2000) en los que una crisis bancaria acababa en una crisis cambiaria, en

virtud de la actuación del banco central como PUR. Por otra parte, Goldfajn y Valdés (1997) también ligan los dos tipos de crisis. En concreto, muestran que una crisis bancaria supone una repentina demanda de reservas que puede forzar la devaluación de la moneda en cuestión. La relación entre crisis cambiarias y bancarias también puede funcionar en la otra dirección: Mishkin (1996) presenta el caso en que una crisis cambiaria redundaría en una bancaria, dado que la depreciación de la moneda (que la crisis cambiaria supone) implica el deterioro de la situación financiera de los bancos con obligaciones denominadas en moneda extranjera. Mishkin (2001) añade que también es posible que una crisis cambiaria redunde en una bancaria por la vía de la inflación: la depreciación que es consecuencia de la crisis cambiaria conlleva presiones inflacionistas y éstas provocan elevaciones de los tipos de interés, que, a su vez, redundan en dificultades para las empresas endeudadas de hacer frente a sus pagos. Una última vía por la que una crisis cambiaria puede redundar en una bancaria es la siguiente: la pérdida de reservas del banco central (que acompaña a la crisis cambiaria) supone la contracción de los agregados monetarios, lo que, a su vez, favorece las bancarrotas en el sistema financiero.

Por tanto, como sugieren estas teorías, puede ocurrir que estalle una crisis cambiaria y ésta redunde en una bancaria y viceversa. Pero también puede pasar que estallen los dos tipos de crisis más o menos a la vez, lo que ocurrirá cuando se produzcan tanto una escalada de las entradas de capital como una importante expansión del crédito bancario (que son elementos que dan lugar, como se vio en el epígrafe B del capítulo 1, a recalentamiento y fragilidad financiera). Así, ninguna de las crisis provoca directamente la otra, sino que la una refuerza a la otra y viceversa, generándose consecuencias especialmente adversas. Esta posibilidad, aplicada a las crisis de Asia oriental, está perfectamente descrita en Corbett y Vines (1999). Por una parte, la devaluación que es producto de la crisis cambiaria hace que se encarezca la deuda de los bancos, por ser ésta en buena medida deuda denominada en moneda extranjera y no cubierta (dada la confianza depositada en el tipo de cambio fijo), provocándose así un agravamiento de la crisis bancaria. Por otra parte, la crisis bancaria puede llegar a ser de tal magnitud que los inversores consideren que las autoridades monetarias son insolventes, con lo que el ataque a la moneda en cuestión se ve reforzado.

Finalmente, nótese que la ocurrencia simultánea de las crisis bancarias y las crisis cambiarias está suficientemente demostrada mediante estudios empíricos al respecto. Uno especialmente relevante es el de Kaminsky y Reinhart (1999) donde se estudia una muestra de 76 crisis de balanza de pagos y 26 crisis bancarias, y donde se concluye que más del 25% de las crisis bancarias ocurrieron a menos de un año de las crisis de balanza de pagos (y el 33% a menos de tres años). Así, el fenómeno de las crisis gemelas no se ha producido exclusivamente en Asia o México, sino también en Chile, Finlandia, Noruega, Suecia, Dinamarca, España, Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Israel, Perú, Turquía, Uruguay y Venezuela, entre otros.

## **C. RECALENTAMIENTO Y FRAGILIDAD FINANCIERA EN LOS MODELOS DE CRISIS FINANCIERAS**

En un epígrafe anterior (epígrafe B del capítulo 1) se analizó cómo las entradas de capital podían redundar en problemas de recalentamiento y fragilidad financiera. Asimismo se analizaron las políticas que se pueden utilizar para evitar estos problemas, concluyendo que en muchas ocasiones tales políticas resultan insuficientes, ineficaces o incluso contraproducentes. En este epígrafe se va a tratar de vincular los problemas de recalentamiento y vulnerabilidad financiera con las crisis financieras, en virtud de algunas de las teorías revisadas en los epígrafes A y B.

En primer lugar se evaluarán, en general, las distintas teorías estudiadas. A continuación se buscará entre ellas las más útiles para vincular el recalentamiento y/o la fragilidad financiera con las crisis financieras. Adelántese aquí que se van a elegir ciertos modelos que en este trabajo se consideran de segunda generación, siempre y cuando no se pierda de vista que éstos deben ser complementados con algunos modelos de contagio, con teorías sobre el comportamiento de los agentes privados y con la teoría sobre la relación entre crisis cambiarias y crisis bancarias. Esta combinación será especialmente útil, como se verá más adelante, para explicar las crisis financieras de Tailandia, Malasia e Indonesia.

### **a) Evaluación teórica de los modelos de crisis financieras**

En este apartado se ven brevemente las principales ventajas de las distintas generaciones de modelos analizadas, y algunas de las críticas que ambos tipos de modelos han recibido. Tanto unas como otras teorías presentan ventajas e inconvenientes (como todas las teorías, obviamente, incluidas las revisadas en el capítulo 1), con lo que este apartado no arrojará mucha luz sobre cuáles son mejores para explicar las crisis financieras en general, y las asiáticas en particular. En cualquier caso, servirá para que no se olviden las imperfecciones de los modelos que se escogerán en el apartado siguiente (apartado b de este mismo epígrafe) para su inclusión en el marco teórico de esta tesis.

### **a.1) Evaluación teórica de los modelos de primera generación**

Desde un punto de vista macroeconómico, una ventaja indudable de los modelos de primera generación es que tratan de encontrar una explicación causal para las crisis financieras. Con esto se quiere decir que no se limitan a describir el marco económico en el que una crisis financiera es más probable (como hacen los modelos de segunda generación), sino que tratan de definir el marco económico que causa una crisis. Así, pretenden ser modelos no sólo explicativos sino también predictivos. Dicha intención es evidentemente plausible. La contrapartida es que quizá sea demasiado pretenciosa, en el sentido de que puede ser que resulte imposible la elaboración de un modelo para explicar y predecir fenómenos tan complejos y dispares como son las crisis financieras. Se discutirá un poco más adelante la cuestión de la contingencia o la no predictibilidad de crisis financieras.

Desde un punto de vista microeconómico, estos modelos tienen la ventaja de que muestran que es posible que un comportamiento racional por parte de los agentes privados transforme pequeños cambios de los parámetros fundamentales en ataques especulativos y crisis financieras. O como Dooley afirma: los modelos de primera generación enseñan “la importante lección de que un comportamiento económico racional, guiado por parámetros fundamentales que evolucionan progresivamente en el tiempo, puede implicar ataques súbitos (...) y cambios en regímenes que parecen no estar relacionados con cambios simultáneos de los parámetros fundamentales” (Dooley, 1997, pág. 5).

En contra de los modelos de primera generación, Maurice Obstfeld considera que, efectivamente, “los modelos con el espíritu de Krugman (1979) nos proveen de parábolas elegantes sobre cómo unos mercados financieros racionales responden a unas políticas macroeconómicas insostenibles. Esos modelos ignoran, no obstante, las opciones de política económica existentes para las autoridades y el modo en que se evalúan los costes marginales de poner en práctica dichas opciones” (Obstfeld, 1994, pág. 16). De hecho, como ya se ha señalado anteriormente, estos modelos presentan un comportamiento de los gobiernos demasiado mecanicista. Es decir, en realidad los gobiernos tienen más opciones de política económica aparte de esterilizar el

crecimiento del crédito interno con una reducción de las reservas (o aparte de destinar las reservas en divisas a garantizar las obligaciones de los residentes, como en Dooley, 1997).

En esta línea Lahiri y Végh (1997) indican que el gobierno puede controlar la evolución de sus reservas mediante el control de la demanda de dinero, en vez de aceptar pasivamente que la demanda de dinero sea constante mientras se están perdiendo reservas. Desarrollan un modelo en el que el gobierno paga un tipo de interés a las reservas de los bancos comerciales y en el que las variaciones en ese tipo de interés se convierten en variaciones del tipo de interés sobre depósitos. Así, si el gobierno eleva el tipo de interés de las reservas de los bancos, éstos elevan el tipo de interés de los depósitos, con lo que sube la demanda de dinero. De tal forma se logra evitar el desequilibrio que, según Krugman (1979), se produce en el mercado de dinero cuando se eleva la oferta monetaria para financiar el déficit público, y que trae consigo la compra de divisas por parte de los agentes privados y la consiguiente pérdida de reservas. Con su modelo, estos autores lo que en definitiva están defendiendo es que una política fiscal expansiva sumada a un tipo de cambio fijo no son condiciones suficientes para que se produzca una crisis financiera.

Otra característica poco realista de los modelos de primera generación consiste, como se vio, en que no contemplan la posibilidad de que se esterilice la pérdida de reservas en el momento del ataque (lo que, por otra parte, es muy frecuente). Pero ya se explicó que alguna de las extensiones de los modelos de primera generación abordan este problema.

En resumidas cuentas, los modelos de primera generación son sencillos. Pero, como suele ocurrir, la sencillez emana de una quizá excesiva falta de realismo de sus supuestos. La simplicidad (y, por tanto, la omisión de algunas variables) es una característica inherente a los modelos teóricos, gracias a la cual son comprensibles y útiles. Los modelos son más simples que los procesos o aspectos de la realidad que representan. De no ser así, los modelos serían tan complejos como la realidad misma, e igualmente incomprensibles (Gordon, 1991). No obstante, aunque los modelos deban ser sencillos, no deben omitir aspectos trascendentales de la realidad: las crisis de los

años noventa revelaron que las crisis financieras pueden surgir de procesos muy diferentes a los descritos por los modelos de primera generación, con lo que éstos no sirven como modelos generales para explicar, ni siquiera de forma simplificada, las crisis financieras<sup>69</sup>.

## **a.2) Evaluación teórica de los modelos de segunda generación**

Centrándose el análisis ahora en los modelos de segunda generación, nótese que una ventaja de estos modelos —entendidos en el sentido amplio que esta tesis sugiere— es que presentan un mecanismo general por el cual se generan las crisis financieras. Así, tomados en conjunto, su capacidad explicativa no se apoya en variables concretas, sino en un mecanismo general que puede rellenarse con una gran variedad de parámetros fundamentales, y que por tanto puede aplicarse a multitud de crisis diferentes. En otras palabras, los modelos de segunda generación ofrecen una explicación de las crisis que no depende de las variables concretas que se incluyen en los distintos modelos (aunque, por supuesto, algunos modelos utilizan variables concretas para sus explicaciones, como por ejemplo la ralentización del crecimiento o el encarecimiento de la deuda pública). No obstante, la amplitud de los modelos de segunda generación puede observarse como un inconveniente en vez de cómo una ventaja, porque les hace carecer de la precisión de los modelos de primera generación: explican una idea teórica (que las expectativas se autocumplen en un contexto de equilibrio múltiple) sin determinar con precisión qué debe ocurrir en la economía nacional o internacional para que estallen crisis financieras.

Así, expresado en términos muy generales, los modelos de segunda generación son “mejores” que los modelos de primera generación porque pueden utilizarse para explicar un espectro más amplio de crisis financieras, pero son “peores” porque ni siquiera intentan ser predictivos. Los modelos de segunda generación ganan amplitud y pierden precisión.

---

<sup>69</sup> Que los modelos de primera generación no sirvan como explicación general de cómo se generan las crisis financieras, no significa que no puedan seguir dándose crisis mediante los procesos que en ellos se describen.



Con respecto al papel del gobierno en los modelos de segunda generación, recuérdese que su tratamiento es más realista en éstos que en los de primera, lo cual es, indudablemente, una ventaja (aunque téngase en cuenta una vez más que al ganar en complejidad pierden en capacidad explicativa). En cualquier caso, estos modelos, al presentar a los gobiernos como agentes optimizadores de una función de costes y beneficios, les libera de la “culpa” que en los modelos de primera generación tenían. Por tanto, podría acusarse a los modelos de segunda generación de eliminar la responsabilidad de los gobiernos de evitar el estallido de crisis financieras, esto es, de perdonar a los responsables de política económica por las crisis que ocurren. No obstante, los responsables de política económica, siguiendo los modelos de segunda generación, sí que tienen alguna responsabilidad. Dicha responsabilidad es evitar el equilibrio múltiple, esto es, salir de la denominada zona de crisis, lo cual, por otra parte, es una tarea más ardua que contener las políticas monetaria y fiscal, aunque sólo sea por ser más difícilmente definible. Por otra parte, recuérdese que los modelos de segunda generación con variables de fragilidad financiera no explicitaban el papel del gobierno como agente decisor sobre el tipo de cambio (lo que hacía que algunos autores separaran estos modelos de los de segunda generación y los consideraran de tercera). Pues bien, el abandono del papel del gobierno puede no ser un acierto en la medida en que el mantenimiento o no mantenimiento del tipo de cambio siempre es una decisión gubernamental.

Los modelos de segunda generación, como ya se comentó, se centran demasiado poco en el comportamiento de los agentes privados extranjeros: “en estos modelos (...) el tratamiento de los especuladores es mucho menos meticuloso que el tratamiento de los responsables de política económica” (Drazen, 1999, pág. 3). No obstante, también es cierto que algunos modelos de segunda generación dejan entrever que efectivamente los agentes privados internacionales desempeñan un papel en la generación de crisis. El mero hecho de considerar las expectativas de los inversores privados indica que efectivamente determinadas “reglas del juego” en los mercados financieros internacionales son necesarias para que los modelos de segunda generación sean válidos. Además, el modelo de Chang y Velasco (1998b) hace referencia explícitamente a la existencia de determinados comportamientos en el mercado financiero internacional que colaboran en el desencadenamiento de una crisis (más

concretamente al pánico financiero). Se concluye, pues, que los modelos de segunda generación suministran un marco teórico en el que puede inscribirse el papel que desempeñan ciertos comportamientos de los agentes financieros internacionales en la generación de crisis financieras, pero no explican suficientemente dicho papel. De ahí la necesidad de ampliar su capacidad explicativa con teorías como las vistas anteriormente (epígrafe B)<sup>70</sup>.

Un problema más que presentan los modelos de segunda generación es que no dicen nada sobre qué es lo que provoca el cambio de expectativas que, al autocumplirse, provocan la crisis financiera. Los modelos de contagio puro solucionan el problema para algunos casos, al afirmar que una crisis en un primer país puede detonar ese cambio de expectativas sobre el mantenimiento del tipo de cambio en un segundo país. Pero ¿y los demás casos? ¿qué provoca el cambio de expectativas cuando no es una crisis previa lo que lo hace? Mientras las expectativas no sean endógenas no es posible saber *a priori* cuál de los equilibrios va a ser el resultante. Y “¿cómo de útil es un modelo con equilibrio múltiple – un modelo que puede explicar resultados diferentes para los mismos parámetros fundamentales?” (Cole y Kehoe, 1996, pág. 329). ¿Cómo de útil es un modelo en el que la crisis financiera que se trata de explicar es contingente?

La contingencia de la crisis en los modelos de segunda generación es, pues, una fuente de críticas a los mismos. Pero cabe defender que la contingencia es una característica inherente a todas las crisis financieras, con lo que el hecho de que los modelos de segunda generación la incorporen constituiría de alguna manera una virtud, y no sólo un inconveniente, de dichos modelos. En cualquier caso, ¿cómo defender que efectivamente las crisis son contingentes, y defender, por tanto, los modelos de segunda generación?

---

<sup>70</sup> Ya existen algunos modelos que comienzan a combinar las premisas de los modelos de segunda generación con elementos propios del funcionamiento del mercado financiero internacional, como la asimetría de la información, así como con las teorías de las crisis gemelas. Es, por ejemplo, el caso de Schneider y Tornell (2000). No obstante, todavía no son tantos ni están tan desarrollados como para dedicarles un epígrafe o como para utilizarlos en la constitución (junto con las teorías del capítulo 1) de un marco teórico para esta tesis.

Una posible forma de hacerlo es afirmando que las crisis financieras no han sido predichas. Por supuesto, se puede argumentar que el que las crisis no hayan sido predichas no quiere decir que sean impredecibles (y así contingentes<sup>71</sup>), sino, quizá, que los indicadores y/o modelos hasta ahora desarrollados no son lo bastante buenos para predecir crisis. Pero asimismo cabe considerar que el hecho de que las crisis rara vez sean predichas algo indica sobre la dificultad de predecir crisis financieras. Pues bien, efectivamente, ni los modelos teóricos ni los indicadores de crisis financieras han ayudado demasiado en esta tarea. Los modelos de primera generación no han sido útiles a la hora de predecir crisis financieras. A pesar de su vocación de predicción, no han servido para predecir ninguna de las crisis importantes de los años noventa, dado que éstas estuvieron causadas por factores distintos a los explicados en dichos modelos. Y los modelos de segunda generación ni siquiera pretenden ser predictivos. Por otra parte hay diversos estudios en los que se construyen indicadores para predecir crisis a partir de observaciones empíricas (por ejemplo, Kaminsky *et al.*, 1998). Es decir, se tienen en cuenta las regularidades que empíricamente se producen antes del estallido de las crisis, y se construyen los indicadores con tales regularidades. El problema radica en que esas regularidades no son muchas: “la importancia relativa de los distintos parámetros fundamentales puede cambiar con el tiempo en un mismo país y cambiar de un país a otro en un mismo período de tiempo” (Flood y Marion, 1998, pág. 35). Al no ser muchas las regularidades observables, los indicadores de crisis rara vez han predicho una: “(...) los intentos de identificar un conjunto limitado de variables que estén en la base de las crisis financieras o que sirvan incluso para predecir crisis no han tenido éxito por ahora” (Fratzcher, 1998, pág. 667).

Una segunda razón por la que se podría afirmar que las crisis son no predecibles y contingentes es por el hecho de que éstas son fenómenos históricos (en el mismo sentido en que lo son las guerras o las revoluciones, es decir, en el sentido de que son fenómenos complejos e irrepetibles). Al ser las crisis financieras fenómenos históricos, están determinadas por factores de muy diversa índole: económicos, políticos, sociales... pero también por otros factores que pueden ser denominados azarosos<sup>72</sup>. Muchos de los primeros factores –sobre todo los factores económicos o parámetros

---

<sup>71</sup> Nótese que se identifica contingencia con no predictibilidad.

<sup>72</sup> Sobre la causalidad en la historia, véase Carr (1961).

fundamentales— pueden llegar a ser incorporados por un investigador a sus estudios (aunque, en realidad, ni los modelos teóricos ni los indicadores de crisis incorporan todavía tantos factores explicativos como los estudios empíricos específicos sugieren que pueden existir). La impredecibilidad de las crisis surge de la existencia de esos otros factores, los denominados azarosos, que muy difícilmente pueden ser tenidos en cuenta por un investigador. Concluyendo: no es demasiado arriesgado afirmar que las crisis financieras pueden ser consideradas contingentes y no predecibles.

Habría quien opine que los modelos teóricos no necesitan ser del todo realistas para ser útiles, con lo que más vale tener modelos precisos, como los de primera generación, aunque sean menos realistas al respecto de la naturaleza contingente de las crisis, que modelos como los de segunda generación, que arrojan resultados indeterminados y, así, poco útiles. De ahí que se pueda considerar que el hecho de que las crisis sean fenómenos históricos complejos y, por tanto, contingentes no es motivo suficiente para defender los imprecisos y poco prácticos modelos de segunda generación. Aquí se considera, en cambio, que más vale cierta indeterminación realista que una simplificación de la realidad tal que pueda llevar a conclusiones —y, peor aún, a soluciones— poco acertadas.

Concluyendo al respecto de lo que puede verse como el peor defecto de los modelos de segunda generación: ¿cómo de útil es un modelo que arroja diversos resultados para los mismos parámetros fundamentales? Puede que no mucho, pero puede que más que uno que arroja un único resultado poco realista. Es más, como se ha comentado, si bien los modelos de segunda generación no ofrecen una visión completa de las causas de las crisis ni, por tanto, la forma de prevenirlas, sí ofrecen la base para construir, a partir de sus percepciones, modelos más completos que introduzcan elementos del funcionamiento de los mercados financieros internacionales. La introducción de estos nuevos elementos puede llegar incluso a reducir la indeterminación de los modelos, puede llegar a limitar la multiplicidad del equilibrio (como en el modelo de Morris y Shin, 1997, que se ha estudiado con anterioridad).

## **b) Teoría combinada para vincular el recalentamiento y la fragilidad financiera con las crisis**

Aquí se pretende vincular los modelos de crisis financieras con las teorías sobre causas y consecuencias de las entradas de capital y su gestión, revisadas en el capítulo 1. Recuérdese que en dicho capítulo se concluía que las entradas de capital, a pesar de –e incluso gracias a– las políticas aplicadas para evitarlo, pueden generar problemas de recalentamiento de la economía y de fragilidad financiera. Se buscará, por tanto, entre los modelos aquí estudiados, cuáles de ellos incorporan parámetros de recalentamiento y/o fragilidad financiera como factores causales de las crisis. Si se encuentran, se podrán engarzar, en un mismo marco teórico, las entradas de capital, las políticas económicas y las crisis financieras, como el mismo título de esta tesis indica que se pretende hacer. Más tarde se tratará de explicar las crisis financieras de Tailandia, Malasia e Indonesia sobre el marco teórico obtenido.

Los modelos de primera generación “clásicos” (a lo Krugman, 1979) no incluyen entre las principales variables causantes de las crisis financieras ni problemas de recalentamiento ni problemas de fragilidad financiera. Bien es verdad que el modelo de Connolly y Taylor (1984) señala el deterioro del saldo por cuenta corriente que se puede producir antes del estallido de la crisis financiera, como consecuencia del crecimiento del crédito interno del banco central. Pero esto no será de especial utilidad porque (1) se pretende vincular el recalentamiento con las crisis si dicho recalentamiento es consecuencia de las entradas de capital (como se explicó en el epígrafe B del capítulo 1) y no si es consecuencia de una política monetaria excesivamente expansiva (como en el modelo de Connolly y Taylor, 1984); y (2) en el modelo señalado el deterioro de la cuenta corriente es tan sólo una característica más de una economía que tiende hacia la crisis, pero no es un elemento causal, como interesa que sea para poder vincular el recalentamiento con las crisis financieras. Así, los modelos “clásicos” de primera generación no serán de mucha utilidad para la constitución del marco teórico de esta tesis.

Por otra parte se encuentra el modelo de Dooley (1997). En él no se tratan muy claramente problemas de recalentamiento, pero sí de fragilidad financiera. Recuérdese

que en su modelo la liberalización financiera, junto con una escasa regulación y supervisión del sistema financiero interno y la existencia de garantías institucionales, explican la siguiente secuencia: entradas de capital → deterioro del sistema financiero interno → salida de capital. Estas ideas encajan bastante bien con algunas de las subhipótesis que se pretenden defender en esta tesis<sup>73</sup>: una entrada de capital, provocada en parte por ciertas políticas económicas (en Dooley, 1997: la liberalización financiera), redundante en el deterioro de ciertos parámetros fundamentales (en Dooley, 1997: parámetros fundamentales financieros) y dicho deterioro coadyuva en el estallido de la crisis financiera (en Dooley, 1997: primero bancaria y luego cambiaria).

A pesar de la cercanía del modelo de Dooley (1997) a las subhipótesis de este trabajo y del indudable valor de que pretenda retomar el espíritu de precisión y simplicidad así como la pretensión explicativa y predictiva de los modelos de primera generación... a pesar de todo ello, se considera que no es muy útil para conformar un marco teórico suficientemente complejo para explicar las crisis financieras, en general, y las asiáticas, en particular. La razón de que así se piense es que el modelo de Dooley (1997), como todos los de primera generación, desatiende en exceso (incluso más que ciertos modelos de segunda generación) el papel de los agentes privados en la generación de crisis financieras. Es más, como los demás modelos de primera generación, otorga a esos agentes la posesión de información perfecta, lo que, además de ser un supuesto demasiado simplificador, elimina la contingencia de las crisis (contingencia que, como se ha defendido anteriormente, puede ser considerada crucial).

Algunos modelos de segunda generación son de más utilidad que los de primera para explicar los vínculos entre recalentamiento y fragilidad financiera, por un lado, y crisis, por el otro. En concreto, los modelos de segunda generación que serán de utilidad para conformar el marco teórico deseado serán aquéllos que incluyan o variables de deterioro del saldo por cuenta corriente o variables de fragilidad financiera.

---

<sup>73</sup> En concreto con las subhipótesis nº 1, nº 2.2 y nº 4.2.

En primer lugar, recuérdese, por ejemplo, el modelo de Obstfeld (1994), en el que una pérdida de competitividad comercial eleva los costes de mantenimiento del tipo de cambio fijo. En este modelo se considera que la pérdida de competitividad deriva del crecimiento de los salarios, y no de las entradas de capital. Pero un modelo de este tipo, en el que el deterioro del saldo corriente emanara de las entradas de capital (en virtud de la cadena de acontecimientos descrita en el capítulo 1, epígrafe B) sería de utilidad para vincular entradas de capital, recalentamiento y crisis. Dado que no se ha encontrado un modelo de tales características, baste con el señalado para ver al menos que los expertos consideran que el recalentamiento, manifestado en un deterioro del saldo corriente, es uno de los problemas que pueden situar a los países en desarrollo en la denominada zona de crisis.

En segundo lugar, Calvo (2000), Chang y Velasco (1998b) e Irwin y Vines (1999) presentaban modelos en los que la fragilidad financiera posibilitaba el equilibrio múltiple y, por tanto, la crisis. En ellos la fragilidad financiera sí derivaba de un proceso de entradas de capital que redundaba en un *boom* de crédito y en el deterioro de los balances bancarios —en particular, en un incremento del riesgo de liquidez—, como se describió en el capítulo 1, epígrafe B. Recuérdese, por otra parte, que Cole y Kehoe (1996 y 1998) y Obstfeld (1996) presentaban modelos en los que era el nivel de deuda pública, y su estructura de vencimientos y denominaciones, lo que permitía el autocumplimiento de las expectativas de devaluación de los inversores extranjeros. La deuda pública no ha sido considerada por este trabajo como uno de los parámetros que se deterioran como consecuencia de las entradas de capital<sup>74</sup>. No obstante, estos modelos completarían los de Calvo (2000) y Chang y Velasco (1998b) si en lugar de considerar la deuda pública, consideraran la deuda privada (como los mismos Cole y Kehoe, 1998, sugieren que podría ser). En efecto, los modelos que en este trabajo se denominan de fragilidad financiera (Calvo, 2000 y Chang y Velasco, 1998b) se centran exclusivamente en el riesgo de liquidez (derivado de una estructura de vencimientos en la que pesa el corto plazo); y estos otros modelos añadirían los riesgos de crédito (derivado de una gran cantidad de deuda) y de cambio (derivado de

---

<sup>74</sup> Ya se advirtió anteriormente de la omisión, en este trabajo, de las consecuencias de las entradas de capital y su gestión sobre el déficit público o la deuda pública.

una estructura de denominaciones en la que pesa la denominación en moneda extranjera).

Recapitulando se observa que hay modelos que vinculan el recalentamiento y la fragilidad financiera, derivados de las entradas de capital, con las crisis financieras. (1) Se encuentran modelos de segunda generación que, más o menos reinterpretados, explican cómo unas entradas de capital pueden dar lugar a recalentamiento (deterioro de la competitividad) y fragilidad financiera (aumento de los riesgos financieros). Esos modelos asimismo vinculan ese recalentamiento y esa fragilidad financiera con las crisis financieras. El vínculo entre ambas variables no es causal, no obstante, sino que el deterioro de los parámetros fundamentales comerciales y financieros permite el autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados. (2) Ciertos modelos complementarios ayudan a entender algo mejor ese vínculo no estrictamente causal entre el deterioro de parámetros fundamentales y crisis financieras. Primero, algunos modelos de contagio (sobre todo los de contagio puro) dan una respuesta parcial al problema de cuál es la causa del cambio de expectativas: la crisis de un país es lo que, en ocasiones, detona la reevaluación de parámetros económicos, políticos o de cualquier índole de segundos países. Ello, a su vez, provoca el cambio de expectativas que, en último término, causa las crisis en esos segundos países. Segundo, existen teorías sobre el comportamiento de los agentes privados extranjeros que explican las cuestiones de información y psicológicas que posibilitan que se produzca un ataque especulativo (racional pero ineficiente) a pesar de la existencia de unos parámetros fundamentales no demasiado deteriorados. Y tercero, hay modelos que explican la estrecha relación entre crisis cambiarias y bancarias; y que no es necesario que una provoque la otra o viceversa, sino que pueden darse los dos tipos de crisis (porque existan vulnerabilidades de naturaleza cambiaria y de naturaleza financiera a la vez) y un proceso de refuerzo mutuo entre la una y la otra.

Véase, por fin, de forma esquemática, el marco teórico que se puede construir a partir de las muy diversas teorías analizadas en toda esta sección I. Sobre este marco teórico se va a tratar de entender los casos de Tailandia, Malasia e Indonesia, que se estudian en toda la sección II.



1. En virtud de las teorías analizadas en el capítulo 1, se puede considerar que el volumen y estructura de las entradas de capital en los países en desarrollo están determinados, en parte, por ciertas políticas de ajuste, tan de moda en la década de los ochenta (lo que apoyaría la subhipótesis nº 1).
2. En ese mismo capítulo se exponía cómo las entradas de capital pueden provocar problemas de recalentamiento –incremento de la inflación y/o deterioro del saldo por cuenta corriente– y de fragilidad financiera –escalada de los riesgos de crédito, liquidez y cambio– (lo que apoyaría la subhipótesis nº 2).
3. Asimismo, se mostraba que las políticas para evitar esos problemas de recalentamiento y fragilidad financiera pueden resultar ineficaces o incluso contraproducentes (lo que apoyaría la subhipótesis nº 3).
4. En este capítulo se han encontrado teorías –sobre todo algunos modelos de segunda generación– que muestran cómo el recalentamiento y la fragilidad financiera sitúan a las economías que los padecen en una zona de crisis que posibilita el autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados (lo que apoyaría la subhipótesis nº 4). Es más, como explican Corbett y Vines (1999) para Asia, el problema del recalentamiento permite el estallido de crisis cambiarias (subhipótesis nº 4.1); y el de la fragilidad financiera permite el estallido de crisis bancarias (subhipótesis nº 4.2).

De forma sin duda demasiado esquemática, pero quizá clarificadora, el marco teórico de esta tesis podría representarse con el siguiente gráfico (gráfico 2.1).

**Gráfico 2.1:**  
**Sencillo esquema de las relaciones teóricas entre las entradas de capital,**  
**la gestión macroeconómica y las crisis financieras**



**SECCIÓN II.**  
**ENTRADAS DE CAPITAL, GESTIÓN MACROECONÓMICA**  
**Y CRISIS FINANCIERAS EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA**  
**(1987-1997)**

### **CAPÍTULO 3.**

## **ENTRADAS DE CAPITAL Y GESTIÓN MACROECONÓMICA EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA**

Desde finales de los años ochenta y hasta las crisis financieras de 1997 se produjeron importantes entradas de capital extranjero en Tailandia, Malasia e Indonesia. De hecho, estos tres países se encuentran entre los diez países en desarrollo que recibieron más capital extranjero (en términos netos) entre 1990 y 1995 (Goldstein, 1998). El propósito de este capítulo es describir las principales características de dichos capitales (cantidades, composición, origen de los flujos...) y la interrelación existente entre dichas características y las políticas económicas aplicadas durante ese mismo período. Adelántense algunas conclusiones relevantes. En primer lugar, las entradas de capital en los tres países, aunque con diferencias importantes entre ellos, fueron muy cuantiosas a partir de los últimos años de la década de los ochenta y hasta el estallido de las crisis. Además, la proporción de capital volátil y denominado en moneda extranjera en el total fue creciendo a medida que avanzaba la década de los noventa. En segundo lugar, entre las principales causas de esas entradas de capital y de su composición se encuentran ciertas acciones de política económica de corte neoliberal que se llevaron a cabo a finales de los años ochenta y principios de los noventa (precisamente las acciones de política económica cuyo papel como factores *pull* del capital extranjero se analizó en el epígrafe A del capítulo 1). En tercer lugar, las entradas de capital, por ser causa en potencia de recalentamiento y fragilidad financiera, propiciaron la puesta en marcha de diversas medidas de política económica (coincidentes, muchas de ellas, con las estudiadas en el epígrafe B del capítulo 1). En algunas ocasiones éstas generaron, a su vez, mayores recepciones de capital y/o alteraron la composición del capital entrante. Finalmente, las entradas de capital, junto con los efectos (nulos o contraproducentes) de algunas de las políticas de respuesta a las mismas, redundaron en el deterioro de ciertos parámetros fundamentales (principalmente comerciales y financieros).

Este capítulo presenta, para comenzar (epígrafe A), una descripción de las entradas de capital a Tailandia, Malasia e Indonesia, atendiendo tanto a su volumen como a su estructura. El epígrafe B se centra en los posibles determinantes de ese

volumen y estructura del capital entrante, destacando especialmente el papel desempeñado por ciertas políticas de corte neoliberal aplicadas en los países mencionados desde los años ochenta (estabilización fiscal, monetaria y cambiaria, liberalización comercial y reforma financiera). A continuación (epígrafe C), se analizan las políticas de respuesta a las entradas de capital, con el ánimo, sobre todo, de analizar su incidencia en la determinación del volumen y composición de esas entradas de capital. Finalmente (epígrafe D), se evalúa si la combinación explicada de políticas económicas y entradas de capital redundaron o no en problemas de recalentamiento y fragilidad financiera.

## **A. EL CAPITAL EXTRANJERO EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA**

La recepción de capital extranjero por parte de países en desarrollo se vio mermada por la crisis de la deuda de principios de los ochenta. No obstante, Asia destacó por ser la región menos afectada por el recorte de los flujos de capital. Además, ya desde finales de esa misma década y sobre todo durante los años noventa se produjo una nueva oleada de flujos de capital desde los países industriales a los países en desarrollo y a las economías en transición; y Asia estuvo a la cabeza de los países receptores de esos nuevos fondos. Como en otras ocasiones, los capitales de los países industriales se concentraron en unas pocas economías en desarrollo, en concreto en unas pocas economías de ingreso medio y de rápida industrialización, sobre todo de Asia y de América Latina, aunque también de Europa del Este desde 1992 (López-Mejía, 1999). Datos de 1996 indican que casi tres cuartos del capital privado se dirigió a una docena de países; y que la mitad se concentró en tan sólo seis países: República Popular China (China en adelante), México, Brasil y los tres que aquí se estudian (Kahler, 1998). Véase, a continuación, que efectivamente los países de Asia-3 vieron cómo el capital extranjero entrante en sus economías creció muy notablemente desde finales de los ochenta, así como que experimentaron un cambio considerable en la composición de ese capital, sobre todo ya entrada la década de los noventa.

### **a) Descripción de las entradas de capital extranjero**

En este apartado se describen las entradas netas de capital<sup>75</sup> en Tailandia, Malasia e Indonesia. La descripción se centra sobre todo en el período en el que las

---

<sup>75</sup> Precísese qué se entiende en este epígrafe por “entradas netas” y por qué se ha escogido dicha magnitud para describir las recepciones de capital de los países de Asia-3. Caben dos acepciones del término “entradas netas”. (1) Las entradas netas de capital como se entienden en el resto de esta tesis, esto es, el superávit por cuenta de capital: los ingresos por las inversiones extranjeras en el país o por la retirada de las inversiones nacionales en el extranjero menos los pagos por las inversiones nacionales en el extranjero o por la retirada de las inversiones extranjeras en el país. Y (2) las entradas netas de capital como los ingresos por las inversiones extranjeras en el país menos los pagos por la retirada de las inversiones extranjeras en el país. Si se considera que esta segunda acepción es efectivamente de entradas netas es porque en ocasiones las inversiones extranjeras en el país menos las retiradas de esas inversiones tienen signo negativo; y carece de sentido hablar de entradas brutas cuando éstas pueden presentar signo negativo. Por otra parte, se ha escogido esta segunda acepción para describir las entradas de capital en Asia-3 con el objeto de facilitar los cálculos y dada la muy escasa magnitud de las inversiones nacionales en el extranjero o de las retiradas de esas inversiones

entradas de capital fueron más importantes (desde 1988 hasta 1996 aproximadamente), pero sin perder de vista la comparación entre lo ocurrido en dicho período y lo ocurrido en el período inmediatamente anterior (1980-87). Se analizan, en primer lugar, las cantidades de flujos totales que acudieron a estos tres países. En segundo lugar, se estudia el comportamiento de cada uno de los tipos de capital (IED, IC y OI) que componen las entradas netas totales<sup>76</sup>. Finalmente, el análisis se detiene brevemente en evaluar el grado de volatilidad de los capitales entrantes y el origen de los mismos.

### **a.1) Crecimiento de las entradas de capital**

En los tres países la entrada neta de capital extranjero comenzó a presentar valores elevados a partir de 1988 aproximadamente. Entre 1991 y 1994 (dependiendo de qué país se trate) esas entradas netas perdieron algo de su ímpetu inicial, para enseguida (hacia 1995) recuperarse con creces. Véase esto país por país.

En Tailandia empezó a entrar capital extranjero de forma sobresaliente en 1988 (véanse el cuadro 3.1 y el gráfico 3.1). Entre 1980 y 1987 los capitales netos recibidos por este país habían sido de 1.698 millones de dólares al año de media; en cambio, entre 1988 y 1996, éstos ascendieron a 12.452 millones. Las entradas de capital crecieron de forma estable desde 1988 hasta 1991, año en que se superaron los 11.500 millones de dólares. En 1992 cayeron por debajo de los 10.000 millones para volver a recuperarse en el año siguiente (superando los 13.500 millones de dólares) y sobre todo en 1995 (fecha en que supusieron 25.534 millones). En 1996 se produjo una segunda caída, hasta los 17.797 millones de dólares. Así, dentro del período 1988-96, se observa que las entradas de capital fueron de mayor magnitud en los años previos a las crisis financieras (concretamente entre 1993 y 1996) que en los años anteriores (1988-92).

---

de los países que aquí se analizan (véanse las *Estadísticas Financieras Internacionales* del FMI).

<sup>76</sup> Las magnitudes de IED, IC y OI que se presentarán corresponden, respectivamente, a las líneas 78bed –inversión directa en economía declarante–, 78bgd –pasivos de inversión en cartera– y 78bid –otros pasivos de inversión– de las *Estadísticas Financieras Internacionales* del FMI.

**Cuadro 3.1:**  
**Entradas netas de capital extranjero en Tailandia, 1980-1998**  
**(millones de dólares)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>IED</b>	190	291	191	350	401	163	263	352	1.105	1.775
<b>IC</b>	96	44	68	108	155	895	-29	346	530	1.486
En capital	51	11	27	15	34	41	96	499	444	1.424
Deuda	45	33	42	93	121	854	-126	-153	86	63
<b>OI</b>	1.782	2.188	1.120	1.618	2.091	722	-213	393	1.960	3.700
Autoridad monetaria	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Gobierno general	251	313	211	147	212	507	25	434	-51	-206
Bancos	-438	-9	-225	630	97	-359	-563	243	984	700
Otros sectores	1.968	1.884	1.134	841	1.782	574	325	-285	1.027	3.207
<b>Total</b>	2.068	2.523	1.379	2.076	2.647	1.780	21	1.091	3.595	6.961

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>IED</b>	2.444	2.014	2.113	1.804	1.366	2.068	2.336	3.746	6.778
<b>IC</b>	-38	-81	924	5.455	2.486	4.083	3.585	4.798	159
En capital	440	37	455	2.679	-389	2.123	1.164	3.899	355
Deuda	-478	-118	469	2.776	2.875	1.960	2.421	899	-196
<b>OI</b>	6.996	9.642	6.479	6.739	9.839	19.383	11.876	-22.181	-17.203
Autoridad monetaria	--	--	--	--	--	--	--	-9.483	702
Gobierno general	-999	9	-611	-464	-705	46	-58	524	100
Bancos	1.027	213	1.758	6.589	14.295	13.218	2.909	-3.522	-11.200
Otros sectores	6.969	9.420	5.333	614	-3.751	6.118	9.025	-9.700	-6.805
<b>Total</b>	9.402	11.575	9.516	13.998	13.691	25.534	17.797	-13.637	-10.266

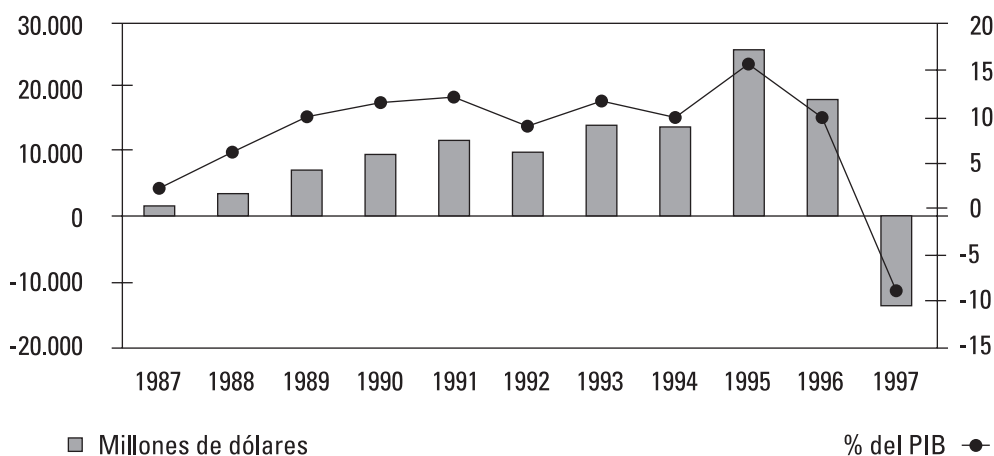
Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

Si se atiende a las entradas de capital en relación con el PIB, se observa que el capital extranjero acumulado entre 1988 y 1995 alcanzó el 51,5% del PIB (Esaka y Takagi, 2001). Además, las entradas netas de capital sobre el PIB presentaron una evolución bastante similar a la de las entradas netas absolutas (véase el gráfico 3.1).



Nótese sobre todo que desde 1989 hasta 1996 los flujos netos totales rondaron el 10% del PIB, e incluso superaron ligeramente el 15% en 1995.

**Gráfico 3.1:**  
**Entradas netas de capital extranjero en Tailandia, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**



Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

En Malasia las entradas netas totales de capital comenzaron a crecer en 1989, tras haber registrado valores negativos en 1987 y 1988 (véanse el cuadro 3.2 y el gráfico 3.2). No obstante, la diferencia entre los años ochenta y el período de mayores entradas de capital no fue tan sobresaliente como en Tailandia: entre 1980 y 1988 se recibieron 1.923 millones de dólares anuales de media, mientras que entre 1989 y 1996 se recibieron 5.694 millones. Las entradas de capital crecieron de forma continua desde 1989 hasta alcanzar los 11.738 millones de dólares en 1993. En 1994 se produjo una caída importante de la cantidad de capital extranjero recibido (ese año se recibieron tan sólo 784 millones de dólares). Entre 1995 y 1996 las entradas netas de capital se recuperaron bruscamente hasta situarse en torno a los 9.000 millones de dólares (8.421 millones en 1995 y 9.417 en 1996). En Malasia, como en Tailandia, las entradas de capital fueron mayores en una segunda parte del período 1989-96 que en una primera parte, incluso a pesar de la brusca caída de 1994.

**Cuadro 3.2:**  
**Entradas netas de capital extranjero en Malasia, 1980-1997**  
**(millones de dólares)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>IED</b>	934	1.265	1.397	1.261	797	695	489	423	719	1.668
<b>IC</b>	-11	1.131	601	668	1.108	1.942	30	140	-448	-107
En capital	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Deuda	-11	1.131	601	668	1.108	1.942	30	140	-448	-107
<b>OI</b>	609	496	1.881	3.398	859	-862	531	-1.551	-1.189	-258
Autoridad monetaria	-4	--	-2	3	6	-4	6	20	-28	5
Gobierno general	153	132	1.429	1.229	265	-1.402	594	-1.107	-734	-276
Bancos	505	306	138	1.292	-408	156	-77	-466	330	616
Otros sectores	-45	58	315	874	996	387	8	3	-758	-602
<b>Total</b>	1.532	2.892	3.879	5.327	2.764	1.775	1.050	-988	-918	1.303

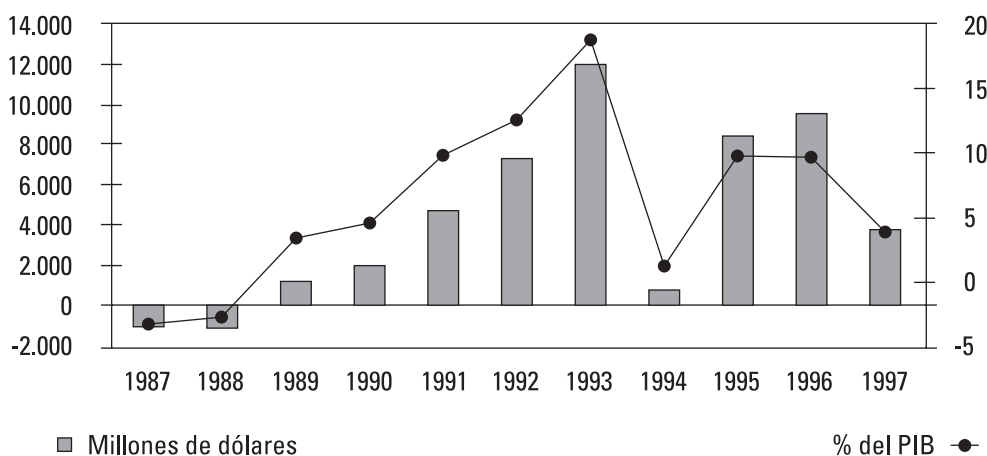
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>IED</b>	2.332	3.998	5.183	5.006	4.342	4.178	5.078	5.106
<b>IC</b>	-255	170	-1.122	-709	-1.649	-436	-268	-248
En capital	--	--	--	--	--	--	--	--
Deuda	-255	170	-1.122	-709	-1.649	-436	-268	-248
<b>OI</b>	-89	496	3.183	7.441	-1.909	4.679	4.607	-1.126
Autoridad monetaria	-1	-1	3	7	-3	--	--	--
Gobierno general	-36	-132	-122	-509	-163	-216	-597	-350
Bancos	712	898	3.150	6.282	-3.789	468	2.974	807
Otros sectores	-763	-269	153	1.662	2.047	4.428	2.231	-1.583
<b>Total</b>	1.988	4.664	7.244	11.738	784	8.421	9.417	3.732

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

Con respecto a las entradas de capital como porcentaje del PIB se ve, por una parte, que el volumen acumulado entre 1988 y 1995 supuso el 45,8% del PIB de Malasia (Esaka y Takagi, 2001); y, por otra parte, que, al igual que en Tailandia, la evolución de las magnitudes absolutas no resulta demasiado engañosa (gráfico 3.2). Las entradas de capital sobre el PIB crecieron constantemente desde valores negativos

en 1987 y 1988 hasta algo más de un 18% en 1993. En 1994 cayeron hasta casi el 1% pero en los siguientes años volvieron a rondar el 10%.

**Gráfico 3.2:**  
**Entradas netas de capital extranjero en Malasia, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**



Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

En Indonesia los flujos netos de capital extranjero comenzaron a recuperarse en 1989 de la caída que habían sufrido hacia 1987 (véanse el cuadro 3.3 y el gráfico 3.3). Así, se llegó a alcanzar una recepción media anual de capital extranjero de 6.498 millones de dólares entre 1989 y 1996, habiendo sido de 3.581 millones entre 1981 y 1988. Así, partiendo de 1989, las entradas de capital crecieron hasta alcanzar los 6.129 millones de dólares en 1992. Se registró una pequeña caída de las entradas netas de capital en 1993 y 1994 (5.988 y 4.448 millones respectivamente) y una recuperación brusca en 1995 y 1996 (10.862 y 11.447 millones respectivamente). Como en los otros dos países, y a pesar del menor nivel alcanzado en 1994, las entradas de capital resultaron superiores en los años más próximos a las crisis (sobre todo en 1995 y 1996) que en los primeros años de la década.

**Cuadro 3.3:**  
**Entradas netas de capital extranjero en Indonesia, 1981-1998**  
**(millones de dólares)**

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>IED</b>	133	225	292	222	310	258	385	576	682	1.093
<b>IC</b>	47	315	368	-10	-35	268	-88	-98	-173	-93
En capital	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Deuda	47	315	368	-10	-35	268	-88	-98	-173	-93
<b>OI</b>	1.681	5.082	5.394	3.245	1.507	3.651	3.184	1.739	2.409	3.495
Autoridad monetaria	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Gobierno general	1.666	3.668	3.860	2.918	1.747	2.618	2.021	1.908	2.777	474
Bancos	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Otros sectores	15	1.414	1.534	327	-240	1.033	1.163	-169	-368	3.021
<b>Total</b>	1.861	5.622	6.054	3.457	1.782	4.177	3.481	2.217	2.918	4.495

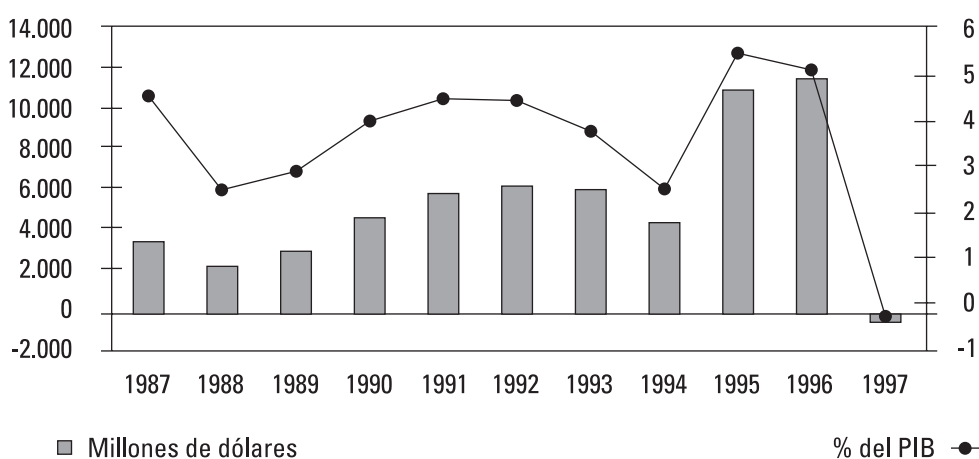
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>IED</b>	1.482	1.777	2.004	2.109	4.346	6.194	4.677	-356
<b>IC</b>	-12	-88	1.805	3.877	4.100	5.005	-2.632	-2.002
En capital	--	--	1.805	1.900	1.493	1.819	-4.987	-4.495
Deuda	-12	-88	--	1.977	2.607	3.186	2.355	2.493
<b>OI</b>	4.227	4.440	2.179	-1.538	2.416	248	-2.470	-7.945
Autoridad monetaria	--	--	--	--	--	--	--	--
Gobierno general	1.299	858	552	137	6	-663	-265	4.209
Bancos	--	--	1.357	527	1.953	-758	-276	-2.470
Otros sectores	2.928	3.582	270	-2.202	457	1.669	-1.929	-9.684
<b>Total</b>	5.697	6.129	5.988	4.448	10.862	11.447	-425	-10303

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

El volumen de capital extranjero acumulado entre 1988 y 1995 alcanzó el 8,3% del PIB que, si bien no es un porcentaje despreciable, resulta notablemente menor que el registrado en sus dos países vecinos (Esaka y Takagi, 2001). Por otra parte, la evolución de las entradas netas de capital en términos relativos al PIB coincide bastante, una vez más, con la de las entradas netas de capital: las entradas netas de

capital en relación al PIB crecieron en los primeros años noventa (situándose en torno al 4%), para caer ligeramente en 1993 y 1994 y recuperarse en 1995 y 1996 (alcanzando más del 5%).

**Gráfico 3.3:**  
**Entradas netas de capital extranjero en Indonesia, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**



Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

Así, habiendo visto los tres casos, se pueden extraer algunos rasgos comunes entre los tres países, así como algunas diferencias. Tailandia, Malasia e Indonesia presentaron los siguientes rasgos comunes: en primer lugar, los capitales extranjeros afluyeron con especial intensidad a partir de los últimos años de la década de los ochenta; en segundo lugar, dichas afluencias de capital fueron aún mayores en los últimos años antes de las crisis que en los primeros años noventa; en tercer lugar, tras la caída de las entradas de capital que se dio en los tres países en 1994, se alcanzaron niveles elevadísimos en 1995 y 1996. En cuanto a las diferencias, nótese las siguientes: en primer lugar, fue en Tailandia donde la diferencia entre las entradas de capital de 1988-96 y las del resto de los años ochenta fue más notable, seguido de Malasia y finalmente de Indonesia; en segundo lugar, las mayores entradas de capital en relación con el PIB las registraron Tailandia y Malasia: en Tailandia y en Malasia

los capitales se situaron, desde principios de los años noventa, en torno al 10 o al 15% del PIB<sup>77</sup>, mientras que en Indonesia rara vez superaron el 5% del PIB.

## **a.2) Estructura de las entradas de capital<sup>78</sup>**

En este apartado se analiza la composición de los flujos de capital atendiendo a la clasificación de la balanza de pagos, según la cual los flujos internacionales de capital se dividen en inversión extranjera directa –IED<sup>79</sup>–, inversión en cartera –IC– y otras inversiones –OI– (dentro de las que se incluyen los préstamos bancarios y los créditos comerciales).

### **La inversión extranjera directa (IED)**

La IED aumentó su participación en el total de capitales recibidos por los países en desarrollo en el período 1990-97 con respecto al período previo de grandes flujos de capital (finales de los setenta y principios de los ochenta). Los países en desarrollo de Asia-Pacífico (PDAP<sup>80</sup>) se caracterizan por haber atraído mayores cantidades de IED que otros países en desarrollo desde 1990, pero también ya desde principios de los ochenta. Por ejemplo, en 1994 los PDAP recibieron el 56% de la IED total recibida por países en desarrollo. De entre los PDAP los que más IED recibieron durante la década de los noventa fueron China, Tailandia, Malasia e Indonesia (Tang y Villafuerte, 1995). En cuanto a la evolución de los flujos de IED hacia los tres países que aquí se estudian, éstos comenzaron a crecer de forma notable a partir de 1988. No obstante, desde 1991 ó 1992 las entradas de IED se estabilizaron (no tanto en Indonesia). A continuación se detallan cada uno de los tres casos que se analizan en este trabajo.

---

<sup>77</sup> Con la excepción de 1994 en Malasia.

<sup>78</sup> Para este apartado véanse, de nuevo, los cuadros 3.1, 3.2 y 3.3.

<sup>79</sup> La IED se compone de aquellas inversiones de los residentes de un país en acciones de una empresa residente en otro país, siempre que los inversores tengan intención de ejercer una influencia directa sobre las operaciones de la empresa. En la balanza de pagos se entiende que existe tal intención cuando se adquiere al menos el 10% de las acciones de la compañía.

<sup>80</sup> Se incluyen bajo esta denominación (PDAP) los siguientes países: Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bangladesh, India, Pakistán, Sri Lanka, China y Corea (Tang y Villafuerte, 1995).

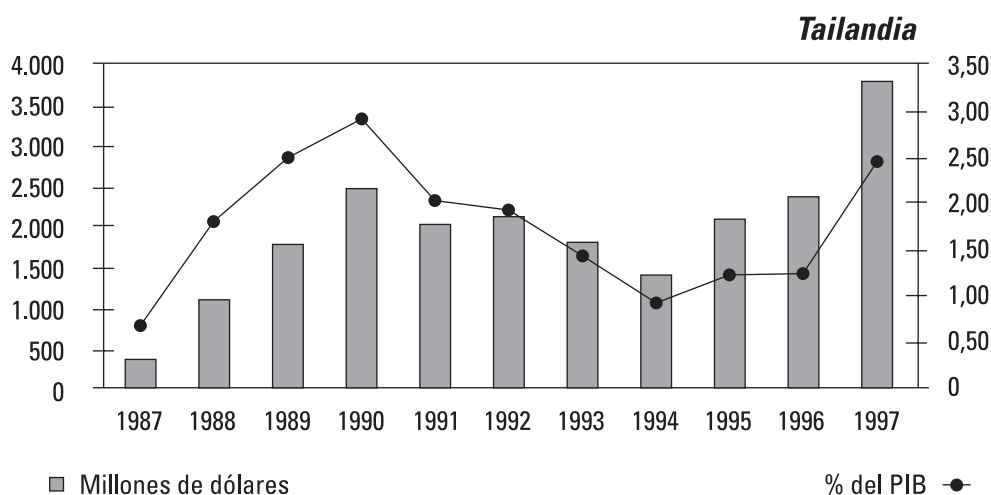
La IED en Tailandia creció a partir de 1988. Habiendo sido el valor de la IED recibida de 275 millones de dólares al año de media entre 1980 y 1987, éste se elevó a 1.891 millones al año de media para el período 1988-96. Las entradas de IED, que comenzaron a crecer significativamente en 1988, se mantuvieron en torno a los 2.000 millones de dólares desde 1990 hasta 1992. En 1993 y en 1994 la IED se situó a niveles algo menores (1.804 y 1.366 millones respectivamente) para regresar a los niveles de 1990 en 1995 y 1996. En otras palabras, aunque efectivamente la IED tras 1988 fue notablemente superior a la de la década anterior, ésta se mantuvo bastante constante durante los años noventa, registrándose incluso una variación negativa en algunos años. En términos relativos al PIB (gráfico 3.4), los mayores niveles se obtuvieron en 1990 (casi el 3% del PIB). A partir de entonces comenzaron a caer para situarse en torno al 1% entre 1993 y 1996, con lo que se confirma la idea de que el ímpetu de la IED que se dio al principio de la década no se mantuvo en los años siguientes.

La IED en Malasia creció sobre todo desde 1988. Los niveles de IED recibida por este país a principios de la década habían sido muy notables, a pesar de lo cual la media para el período 1980-88 (886 millones de dólares al año) resultó bastante por debajo de los 3.973 millones de dólares recibidos anualmente entre 1989 y 1996. Desde 1988 hasta 1992 la IED creció a muy buen ritmo, superando los 2.000 millones de dólares en 1990 y los 5.000 en 1992. Entre 1993 y 1995 se registraron variaciones negativas para los flujos de IED a Malasia, de forma que en 1995 apenas se sobrepasaron los 4.000 millones de dólares. En 1996 se revirtió esa tendencia negativa y de nuevo la IED superó los 5.000 millones de dólares. En resumen, hubo un primer momento (hasta 1992) en que la IED que se recibía cada año en Malasia superaba notablemente la del año anterior; y una segunda etapa en que los flujos de IED perdieron capacidad de crecimiento y se estancaron en torno a los 5.000 millones de dólares. En porcentaje del PIB (gráfico 3.4) la IED creció notablemente hasta 1992 (alcanzando casi un 9% en ese año), y posteriormente fue cayendo hasta estabilizarse en torno al 5% en 1995 y 1996. Así, como en Tailandia, el impulso de la IED de principios de los noventa se redujo a medida que avanzaba la década.

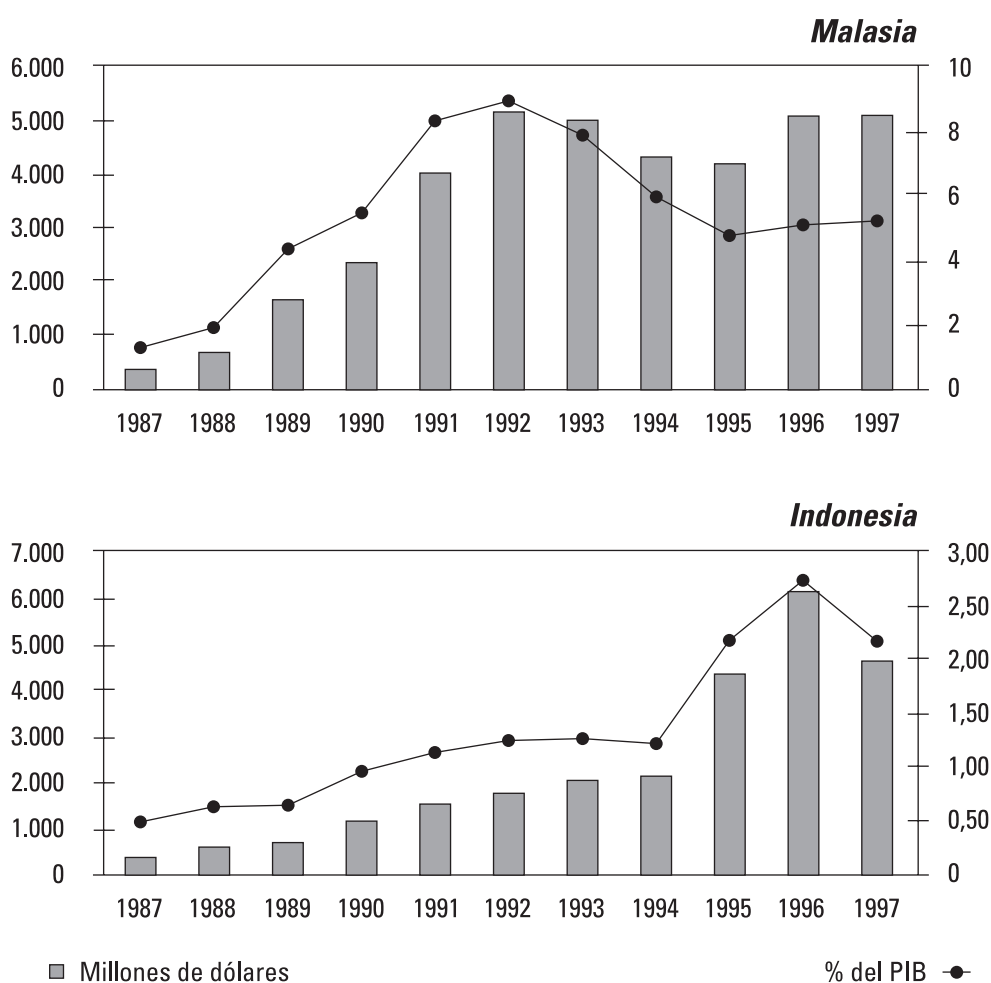
Tras unos años en los que las cantidades anuales de IED recibida por Indonesia oscilaron en torno a los 300 millones de dólares (la media anual para el período 1981-88 fue de 300 millones), las entradas de IED en el país ascendieron a 2.460 millones de dólares al año de media entre 1989 y 1996. Entre 1989 y 1994 la IED fue creciendo de forma estable, sin que hubiera ningún año de variación negativa (aunque sí cierta desaceleración del crecimiento en 1993 y 1994). En 1995 y 1996 la IED creció de forma más pronunciada que hasta entonces, de forma que se superaron los 4.000 y los 6.000 millones de dólares respectivamente. Con referencia al PIB (gráfico 3.4), la IED en Indonesia se mantuvo en niveles muy moderados (cerca del 1%) entre 1990 y 1994. En 1995 y 1996, en cambio, se superó el 2% del PIB.

En resumen, la IED ha sido considerablemente mayor en Asia-3 desde finales de los años ochenta. Pero dentro del período 1988-96, la IED ha ido perdiendo impulso (excepto en Indonesia), lo que se manifestó en el estancamiento del crecimiento de la misma en términos absolutos y relativos (al PIB). Destaca, además, Malasia como principal receptor de IED: en Malasia los flujos anuales de IED se mantuvieron entre el 5 y el 10% del PIB desde 1990, mientras que en Tailandia e Indonesia estuvieron entre el 1 y el 3%.

**Gráfico 3.4:**  
**Entradas netas de IED en Asia-3, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**







Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

### La inversión en cartera (IC)

La IC, al igual que la IED, arrebató parte de su participación en las entradas totales de capital en los países en desarrollo a las OI (comparando el período 1990-97 con los años finales de la década de los setenta y primeros años de los ochenta). Los PDAP una vez más destacaron, entre los demás países en desarrollo, por su elevada capacidad para captar fondos en forma de IC. Por ejemplo, en 1994, el capital obtenido mediante la venta de acciones en los PDAP supuso el 50% de todos los fondos obtenidos mediante esta vía; y la emisión de bonos en los PDAP pasó de ser de 1.400 millones de dólares en 1990 a unos 20.000 millones en 1993 (Tang y

Villafuerte, 1995). Buena parte de la emisión de acciones y de bonos correspondió a China, Hong Kong y Singapur. No obstante, en los países que aquí se estudian también se elevó considerablemente el recurso a la IC durante los años noventa, como se ve a continuación.

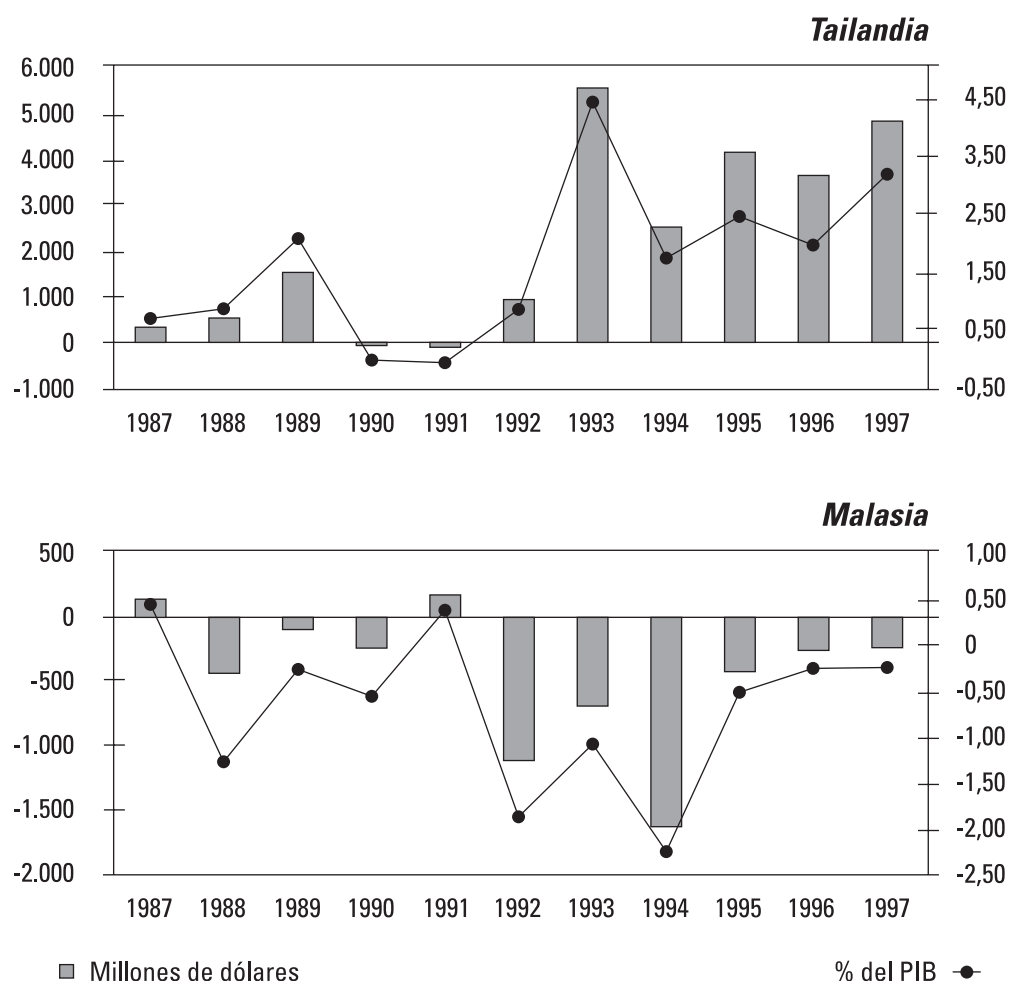
La IC en Tailandia fue muy superior en el período 1988-96 (2.047 millones de dólares al año de media) que entre 1980 y 1987 (210 millones). Tras una entrada considerable de IC en 1989 (casi 1.500 millones de dólares), las entradas netas fueron negativas en 1990 y 1991. Finalmente, entre 1993 y 1996 se recibieron 3.902 millones de dólares al año de media (dándose el máximo en 1993). Así, el comportamiento de la IC ha sido bastante más errático que el de la IED y tan sólo se han dado niveles de IC elevados (incluso por encima de los de la IED) desde 1993. En porcentaje del PIB (gráfico 3.5), la IC siguió un patrón similar al de la IC en términos absolutos: niveles muy bajos en 1990 y 1991, un máximo próximo al 5% en 1993 y niveles intermedios (en torno al 2% del PIB) entre 1994 y 1996.

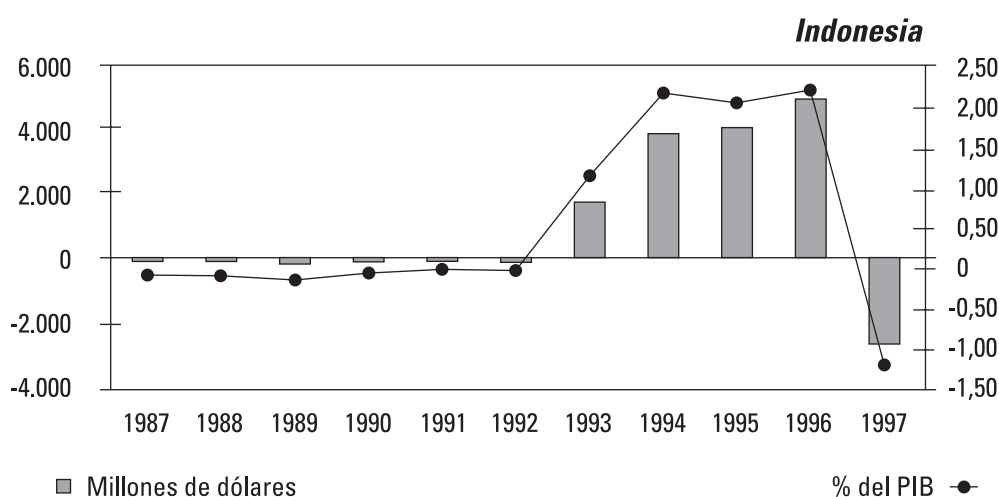
Entre 1980 y 1988 en Malasia se recibieron de media 573 millones de dólares al año en concepto de IC. En cambio, entre 1989 y 1996 la media de la IC en Malasia fue de tan sólo -547 millones de dólares al año. El signo negativo indica que durante la década de los noventa Malasia canceló más IC de la que recibió. Así, Malasia sería una excepción a que los países en desarrollo asiáticos recurrieron cada vez más a financiarse mediante la venta de bonos y acciones a inversores extranjeros. Nótese que en 1991 se registró una cifra positiva para la IC (170 millones de dólares) y que en los años previos a las crisis (concretamente en 1995 y 1996) la IC se recuperó algo, a pesar de lo cual siguió presentando valores negativos (-436 y -268 millones de dólares respectivamente). El porcentaje de IC sobre el PIB (gráfico 3.5) fue igualmente negativo desde 1988 hasta 1996, con la excepción del año 1991. En concreto la entrada neta de IC se situó entre el 0 y el -2% del PIB.

En Indonesia, como en Tailandia y a diferencia de Malasia, la IC fue mucho mayor en el período 1989-96 que en el período 1980-88 (1.802 frente a 95 millones de dólares anuales de media). Como en Tailandia, que en Indonesia la IC fuera mayor en los noventa que en los ochenta se debió principalmente al comportamiento de la

misma desde 1993: entre 1989 y 1992 la IC se mantuvo en niveles negativos (aunque próximos a cero), mientras que desde 1993 la IC creció de forma muy notable aproximándose a los 2.000 millones de dólares ese año y superando los 5.000 en 1996. En valores relativos al PIB (gráfico 3.5), como en valores absolutos, la IC en Indonesia fue negativa hasta 1992, alcanzando posteriormente niveles muy superiores (algo más del 2%).

**Gráfico 3.5:**  
**Entradas netas de IC en Asia-3, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**





Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

Añádase a todo esto que buena parte de los bonos que se emitieron en Tailandia e Indonesia fueron emitidos por el sector financiero, con lo que la IC en estos países estuvo, en gran medida, intermediada por los bancos y otras instituciones financieras. Con respecto a los bonos emitidos por los sectores empresariales no financieros, destaca el protagonismo del sector inmobiliario en Tailandia y del petrolero en Malasia (Khan y Reinhart, 1995).

En resumen, lo que se observa, en primer lugar, es que la IC ha desempeñado un papel mayor en la entrada de capital extranjero durante la década de los noventa que durante la de los ochenta, con la obvia excepción de Malasia. En segundo lugar, se observa que el incremento de la IC que se produjo en Tailandia e Indonesia en los noventa se debió a las cantidades de IC recibidas a partir de 1993 (mucho mayores que las recibidas entre 1988 y 1992). En tercer lugar, ni siquiera en los países que vieron crecer las entradas de IC a mediados de los noventa (recuérdese: Tailandia e Indonesia) éstas fueron muy elevadas en términos relativos al PIB (en torno al 2%).

### Otras inversiones (OI)

En esta categoría se incluyen los préstamos de instituciones financieras recibidos por agentes nacionales y los créditos comerciales. Este tipo de capital perdió, en la

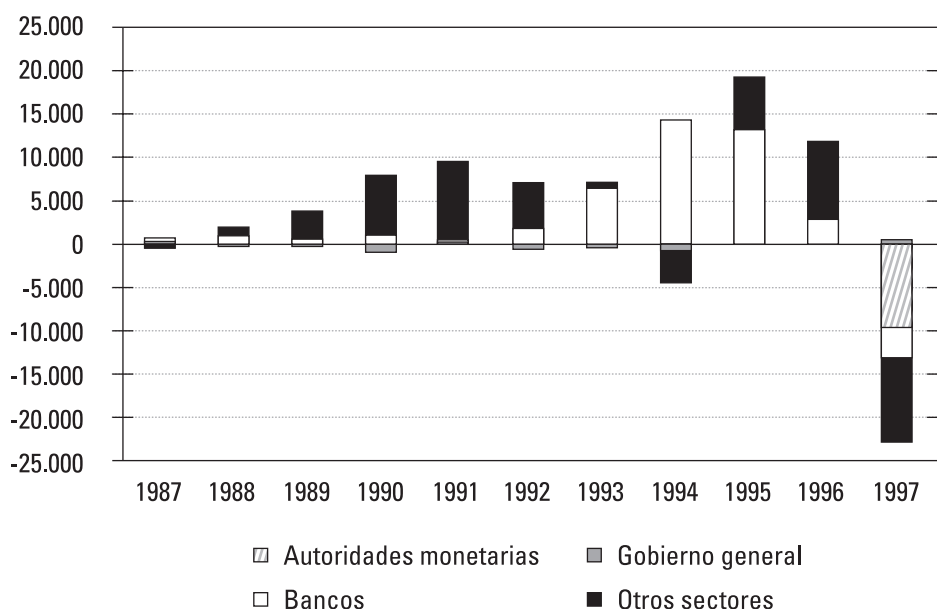
década de los noventa, el protagonismo que había tenido en el previo episodio de grandes movimientos de capital hacia países en desarrollo (de finales de los setenta y principios de los ochenta). No obstante, las entradas de OI en los países en desarrollo, en general, y en los PDAP, en particular, alcanzó importantes porcentajes del PIB en algunos años de la década de los noventa –sobre todo en los primeros: 1991 y 1992; y en los últimos antes de la crisis asiática: 1995 y 1996– (López-Mejía, 1999).

Durante casi toda la década de los ochenta (1980-87) las cantidades de capital incluidas en el apartado de OI tan sólo ascendían a 1.212 millones de dólares anuales de media en Tailandia. En cambio, entre 1988 y 1996, las OI supusieron anualmente, de media, 8.512 millones de dólares. Entre 1988 y 1991 las OI crecieron a muy buen ritmo, situándose bastante por encima de la IED y de la IC (i.e. en 1991 se recibieron más de 9.500 millones de dólares). Tras registrar niveles bastante más bajos en 1992 y 1993 (en torno a los 6.500 millones de dólares), las OI se recuperaron en 1994 (casi 10.000 millones) y más aún en 1995 (más de 19.000 millones), para caer algo en 1996 (casi 12.000 millones). Se ve, pues, que las OI recibidas por Tailandia han sido bastante elevadas en un primer momento (hasta 1991) y más aún desde 1994. En porcentaje del PIB (gráfico 3.9), la evolución es muy similar (crecimiento hasta 1991, menores niveles los dos años siguientes y recuperación en 1994 y, sobre todo, en 1995), estando los valores más elevados en torno al 10% del PIB y los más bajos en torno al 5%.

Si se desagrega el apartado de OI (gráfico 3.6) se observa que la toma de préstamos por parte de las empresas (que componen el grueso de la partida denominada “otros sectores” en la balanza de pagos) fue protagonista de las OI en Tailandia hasta 1992 (tanto de su ascenso entre 1988 y 1991, como de su subsiguiente caída). Desde 1993, en cambio, fueron las instituciones financieras las que dictaron la evolución de las OI totales a este país. Esto hace pensar que a partir de 1993 las empresas tailandesas comenzaron a obtener los fondos extranjeros de forma indirecta, a través de las instituciones financieras nacionales, en lugar de tomar prestado directamente del exterior. Hacia 1995 volvió a producirse cierto intercambio de papeles entre los bancos y las empresas, hasta que en 1996 los préstamos a las empresas volvieron a superar a los préstamos a los bancos. Se verá que este *trade-off*

entre instituciones financieras y empresas tuvo mucho que ver con las políticas económicas del gobierno tailandés. La toma de préstamos por parte del gobierno general supuso cierta reducción de las OI netas totales, dado su signo negativo durante todo el período (excepto en 1991 y 1995). Las autoridades monetarias, en cambio, no desempeñaron un papel significativo en el endeudamiento tailandés del período 1988-96, ni en un sentido ni en otro.

**Gráfico 3.6:**  
**Receptores de las OI en Tailandia, 1987-1997**  
**(millones de dólares)**

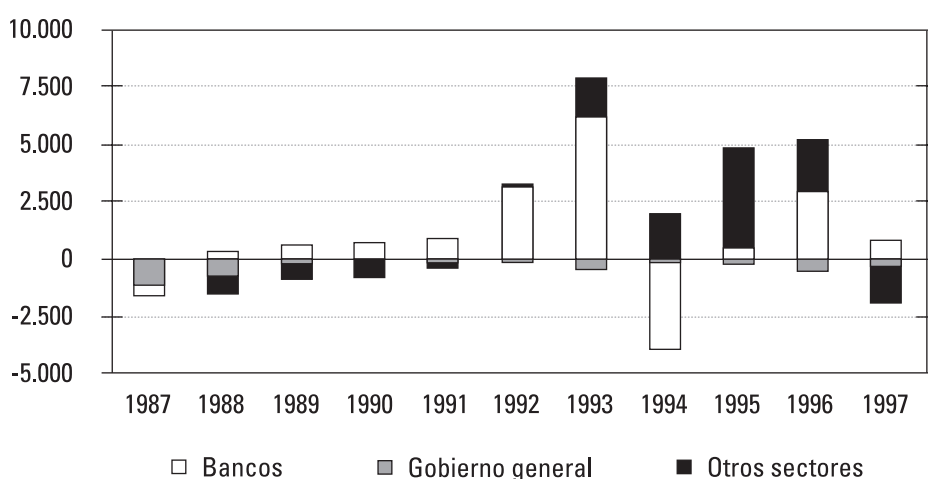


Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

En Malasia, como en Tailandia, se produjo un importante ascenso de las OI entre el período 1980-88 (463 millones de dólares al año de media) y el período 1989-96 (2.268 millones). En 1989 y 1990 las OI tuvieron signo negativo y en 1991 tan sólo se aproximaron a los 500 millones de dólares. En cambio, desde 1992 este apartado de OI registró cifras mucho más elevadas (con la notable excepción del año

1994<sup>81</sup>) que hicieron que los niveles de OI entre 1992 y 1996 en Malasia se aproximaran a los niveles de IED. Así, se registró una cantidad mayor de OI al año en los años noventa que en los ochenta gracias a la importante toma de préstamos que se dio desde 1992, pero no antes. También en porcentaje del PIB (gráfico 3.9), las OI se situaron en niveles muy bajos antes de ese año, en el que superaron el 5%. En 1993 se sobrepasó el 10% y, una vez superada la caída de 1994, se establecieron de nuevo en torno al 5%.

**Gráfico 3.7:**  
**Receptores de las OI en Malasia, 1987-1997**  
**(millones de dólares)**



Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

Desagregando las OI (gráfico 3.7), se ve que en Malasia, entre 1989 y 1991, la toma de préstamos por parte de bancos (que fue positiva, aunque no muy elevada) estuvo acompañada por préstamos netos al gobierno general y a las empresas con signo negativo, por lo que se explica que las OI netas totales estuvieran próximas a cero. A partir de 1992 el comportamiento de los préstamos a bancos dictó, en buena medida, el comportamiento de las OI totales (su crecimiento hasta 1993, su caída brusca en 1994 y parte de su recuperación en 1995 y 1996). No obstante, no se debe

<sup>81</sup> La caída de las OI en 1994 respondió, en buena medida, a ciertas políticas económicas que se verán más adelante.

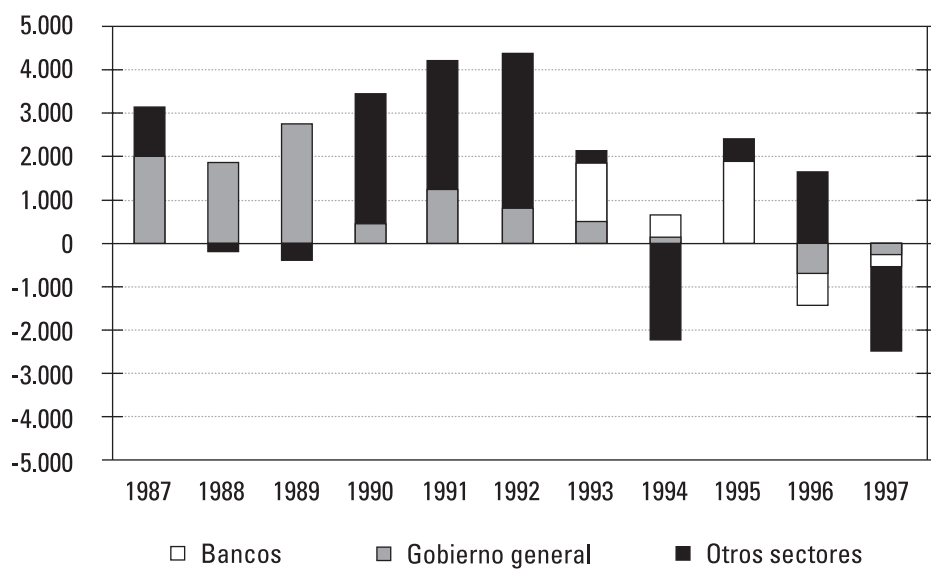
menospreciar la contribución de la toma de préstamos por parte de empresas, que, si bien hasta 1992 fue una contribución negativa o escasamente positiva, desde 1993 fue notablemente positiva e incluso superior a la de los préstamos a bancos en 1994 y 1995. Finalmente, el papel de la toma de préstamos por parte de las autoridades monetarias fue prácticamente nulo.

En Indonesia, al contrario de lo ocurrido en Tailandia y Malasia, las OI fueron algo menores entre 1989 y 1996 (2.234 millones de dólares al año de media) que entre 1980 y 1988 (3.185 millones). Entre 1988 y 1992 se produjo cierto crecimiento de las OI, pero situándose éstas siempre a niveles similares a los de la década anterior. Desde 1993 el comportamiento de las OI fue bastante más errático, siendo destacables la importante caída que se produjo en ese año y en el siguiente (en 1994 los flujos de este tipo de capitales fueron incluso negativos), cierta recuperación en 1995 y, de nuevo, el descenso hasta niveles muy bajos (248 millones de dólares) en 1996. Por tanto, no sólo es que la media de flujos recibidos cada año descendiera de una década a la siguiente, sino que si no descendió de forma más pronunciada fue gracias a cierto crecimiento de las OI entre 1988 y 1992, pero no a su comportamiento desde 1993. Lo mismo se puede decir de las OI en porcentaje del PIB (gráfico 3.9), que antes de 1993 se situaron alrededor del 3%, pero a partir de ese año fluctuaron entre valores ligeramente negativos y otros algo superiores al 1%.

Al desagregar las OI recibidas por Indonesia entre 1989 y 1996 (gráfico 3.8), se observa que, a diferencia de lo que ocurrió en Tailandia y Malasia, los bancos no desempeñaron un papel protagonista como prestatarios en casi ningún momento. Tan sólo entre 1993 y 1995 tuvieron una considerable contribución positiva a la toma de préstamos, y en 1996 una contribución negativa. El resto del período (de 1989 a 1992) su papel fue nulo. Hasta 1989 fue el endeudamiento del gobierno general lo que determinó el nivel de las OI netas. Desde 1990, el endeudamiento del gobierno cayó (aunque manteniéndose a niveles positivos) cediendo protagonismo a la toma de préstamos por parte de las empresas, que lideró el crecimiento de las OI netas totales entre 1990 y 1992 y su caída de 1993 y 1994. Una vez más, el papel de la toma de préstamos por parte de las autoridades monetarias fue insignificante.

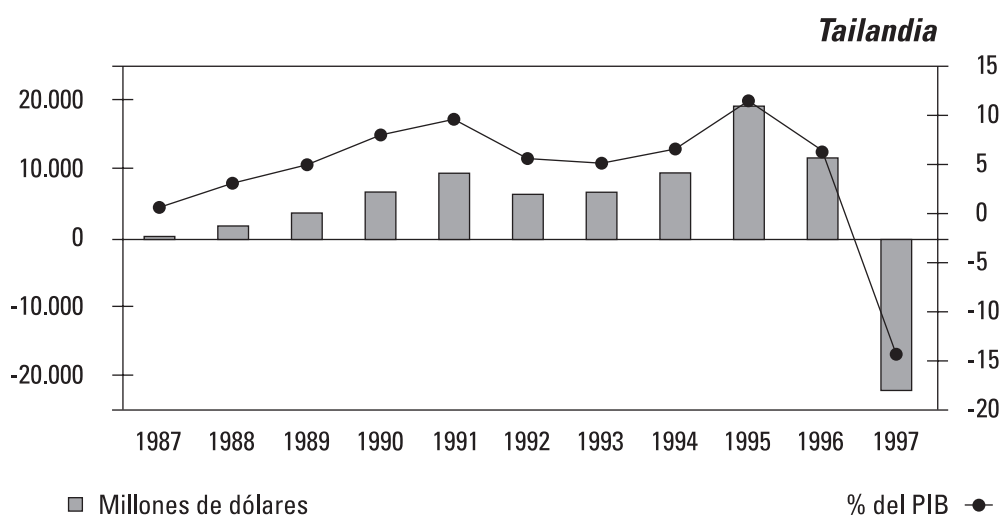


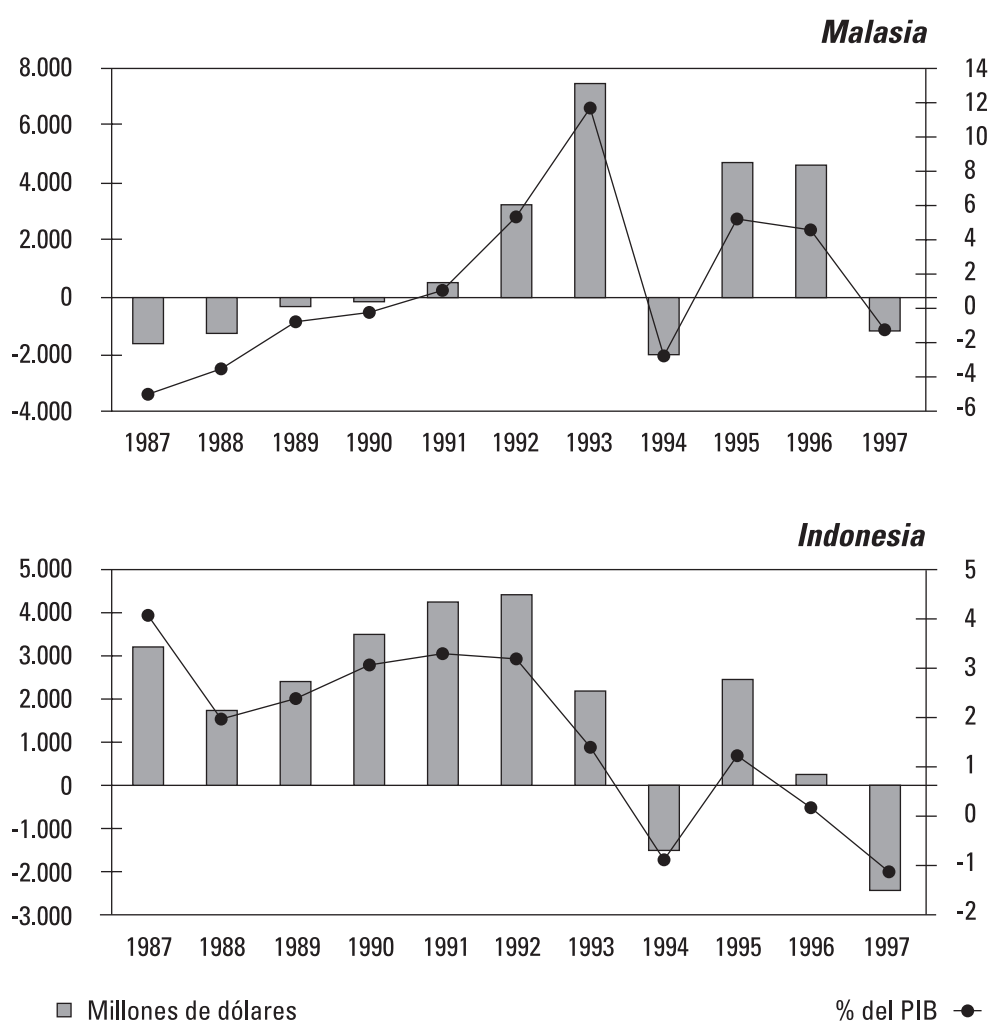
**Gráfico 3.8:**  
**Receptores de las OI en Indonesia, 1987-1997**  
**(millones de dólares)**



Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

**Gráfico 3.9:**  
**Entradas netas de OI en Asia-3, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**





Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

Como resumen, he aquí las principales características de las OI en las economías que se estudian. En primer lugar, en Tailandia y Malasia las OI durante los noventa se elevaron por encima de los niveles alcanzados durante los ochenta, cosa que no ocurrió en Indonesia. En segundo lugar, dentro del período 1989-96, en Tailandia y Malasia las mayores recepciones de OI se produjeron desde 1991-92, mientras que en Indonesia se dieron entre 1989 y 1992. En tercer lugar, en los años en que los niveles de OI en Tailandia y Malasia superaban el 5% (y en ocasiones hasta el 10%) en Indonesia descendían hasta no superar el 2%. En cuarto lugar, en Tailandia y Malasia el endeudamiento de los bancos supuso buena parte del endeudamiento total en algunos años, si bien el endeudamiento de las empresas también desempeñó un papel

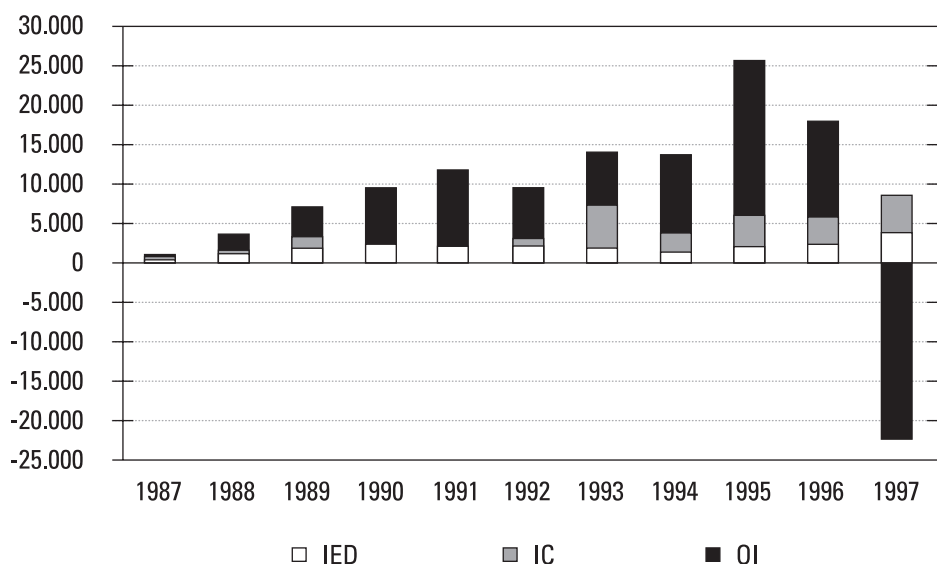
destacado (sobre todo en Tailandia) en algunos otros años. En cambio, el endeudamiento que se produjo en Indonesia se debió fundamentalmente a la toma de préstamos por parte de empresas, pero también, en menor medida, al endeudamiento del gobierno central y sólo desde 1993 al de los bancos.

### **Participación de cada tipo de inversión en el total**

A todo lo dicho sobre las entradas en términos absolutos de IED, IC y OI, cabe añadir algo sobre la evolución de la participación de cada uno de los tipos de capital en el total de entradas.

En Tailandia, en el período de grandes entradas de capital (1988-96), comparado con el período 1980-87, tanto la IED como las OI cedieron a la IC parte (no mucha parte, no obstante) de su participación en el total de capital recibido. Si bien en 1980-87 la IED supuso en torno al 16%, la IC en torno al 12% y las OI en torno al 71% del total de entradas de capital, en 1988-96 la participación de la IED cayó muy ligeramente hasta ser del 15%; la de la IC se elevó hasta aproximadamente el 16%; y la de las OI cayó hasta cerca del 68%. En cualquier caso, dentro del período 1988-96 (gráfico 3.10) las OI superaron, con mucho, a las demás entradas de capital en todo momento (produciéndose la menor diferencia en 1993, debido a los importantes niveles de IC registrados ese año). Asimismo, la participación de la IC permaneció por debajo de la participación de la IED hasta 1993, momento a partir del cual la superó, como resultado del estancamiento del crecimiento de la IED y de la mayor recepción de IC que se produjo a partir de ese año.

**Gráfico 3.10:**  
**Participación en el total de los distintos tipos de capital en Tailandia, 1987-1997**  
**(millones de dólares)**



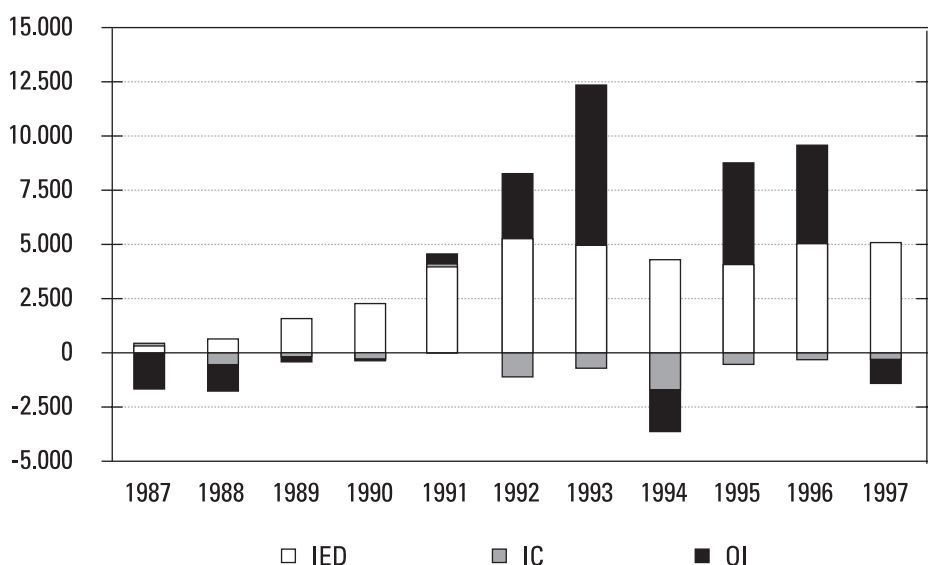
Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

En Malasia, comparando el período 1989-96 con el período 1980-88, se observa que las participaciones de la IED y las OI ganaron 23 y 15 puntos porcentuales respectivamente, a costa de la participación de la IC. La IED había supuesto el 46% del total de capital recibido entre 1980 y 1988, la IC casi el 30%, y las OI en torno al 24%. Pues bien, en 1989-96 la participación de la IED alcanzó casi el 70%, la de la IC fue negativa (en torno al -9%), y la de las OI se elevó hasta casi el 40% (gráfico 3.11). La participación de la IED, que durante casi toda la década de los ochenta había permanecido por debajo o bien de la IC o bien de las OI, se situó muy por encima de ambas en una primera parte del período 1989-96 (aproximadamente hasta 1991), gracias al crecimiento que ésta registró desde 1989<sup>82</sup>. A partir de 1992, la participación de las OI se aproximó algo a la de la IED e incluso la superó en 1993, como resultado del estancamiento del crecimiento de la IED (que se produjo, como se vio, desde 1992) y de los elevados niveles registrados por las OI a partir de ese mismo

<sup>82</sup> La participación de la IED también superó con creces a las de la IC y las OI en 1994, pero en esta ocasión no por su crecimiento, sino por la caída brusca de las demás inversiones.

año (con la excepción de 1994). Mientras, la participación de la IC se mantuvo durante todo el período en niveles negativos o positivos próximos a cero.

**Gráfico 3.11:**  
**Participación en el total de los distintos tipos de capital en Malasia, 1987-1997**  
**(millones de dólares)**

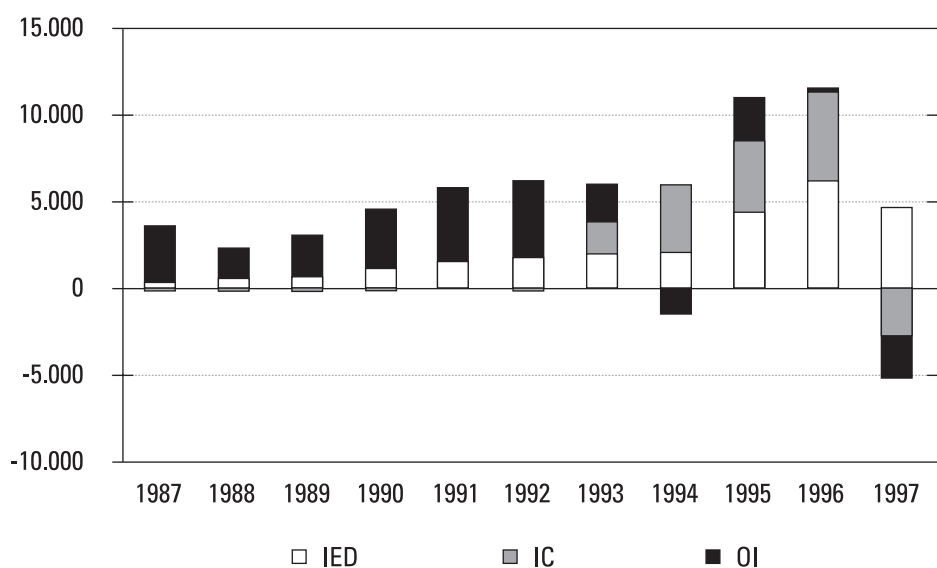


Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

En Indonesia, si se compara buena parte de la década de los ochenta (1980-88) con el período de entradas de capital (1989-96), se observa que las participaciones de la IED y de la IC en el total de entradas de capital crecieron a costa de la participación de las OI. Entre 1980 y 1988 la IED supuso en torno al 8% de los capitales recibidos, la IC cerca del 3%, y las OI casi el 89%. En cambio, entre 1989 y 1996 dichas participaciones pasaron a ser de casi el 38% para la IED, cerca del 28% para la IC y en torno al 34% para las OI. Atendiendo al período 1989-96 (gráfico 3.12), la participación de las OI fue casi tan elevada como en la década anterior (superior al 70%) hasta 1992. En 1993 cayó, hasta quedar por debajo de las participaciones de la IED y de la IC desde 1994. Además, la participación de la IC fue considerablemente mayor desde 1993, gracias tanto al crecimiento de ésta como a los menores valores registrados por las OI desde ese año. Finalmente, se ve que la participación de la IED

se mantuvo bastante constante hasta 1992, siendo sus valores bastante más elevados –y crecientes– desde 1993, por el incremento de la IED que se produjo desde ese momento.

**Gráfico 3.12:**  
**Participación en el total de los distintos tipos de capital en Indonesia, 1987-1997**  
**(millones de dólares)**



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Es difícil extraer conclusiones comunes para estos tres países sobre las participaciones de los distintos tipos de capital. Lo más reseñable es, quizá, que incluso en los casos en que la IED aumentó su participación en el total desde finales de los años ochenta (Malasia e Indonesia), la participación o bien de la IC (Indonesia) o bien de las OI (Malasia) también se incrementó notablemente. Y lo que es más interesante, la participación de la IC y/o de la OI en los tres países fue especialmente elevada a partir de 1993, es decir, en los años inmediatamente anteriores a las crisis financieras. A continuación se analiza la proporción de capital volátil en el total de las entradas de capital y se verá que son precisamente las IC y ciertas OI los capitales volátiles (potencialmente reversibles en el corto plazo).

### **a.3) La volatilidad y el origen del capital extranjero**

Son capitales volátiles aquéllos que pueden entrar y salir de un país de forma inmediata o casi inmediata. Por tanto, son capitales que pueden responder con gran velocidad a un cambio de expectativas de los inversores extranjeros. Se considera, como ya se comentó en el capítulo 1, que son volátiles los siguientes tipos de capital: en primer lugar, la IC, dado que los inversores extranjeros pueden vender sus acciones o bonos tan rápido como quieran; y, en segundo lugar, las OI a corto plazo, que pueden no renovarse, de forma que se produciría una entrada neta negativa de capital tan pronto se agotara el vencimiento de los préstamos.

La clasificación de los flujos de capital utilizada hasta aquí –la clasificación de la balanza de pagos– no facilita la evaluación del peso del capital volátil sobre el total, pues si bien la IC sí está desagregada del resto, no lo están las OI a corto plazo. Por ello, para ver la importancia relativa de la IC más la OI a corto plazo se atiende a los datos que provee el FMI en su publicación *World Economic Outlook* (véase el cuadro 3.4)<sup>83</sup>. En ella se clasifican las entradas de capital en cinco categorías: IC (bonos y acciones), flujos a corto plazo, IED, otros flujos a largo plazo, y errores y omisiones.

Con respecto a la IC, se pueden repetir las conclusiones obtenidas con los datos de la balanza de pagos. Tanto en Tailandia como en Indonesia los niveles de IC fueron particularmente elevados a partir de 1993, es decir, en los cuatro años previos a las crisis financieras. Se vio también que la IC no entró de forma importante en Malasia durante el período 1989-96. En resumen, por la parte que le toca a la IC, en Tailandia e Indonesia los capitales volátiles entraron en mucha mayor cantidad entre 1993 y 1996 que en años anteriores (tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB). Por el contrario, en Malasia, la IC no presionó al alza sobre la recepción de capital volátil.

---

<sup>83</sup> Las *Estadísticas Financieras Internacionales* y el *World Economic Outlook* utilizan técnicas de recolección de datos diferentes, así como diferentes metodologías de elaboración de las estadísticas, diferentes enfoques, datos recogidos en momentos diferentes...; todo ello da lugar a que los datos de IC y de OI de los que la segunda publicación provee no concuerden con los presentados en esta tesis, que provienen de la primera publicación.

Con respecto a los flujos de capital a corto plazo, destaca Tailandia como el mayor receptor de entre los tres países que aquí se estudian, con cifras que superan el 7% del PIB en 1990, 1991 y 1995. Entre 1992 y 1994 y en 1996 el peso de la deuda a corto plazo sobre el PIB fue algo menor. En Malasia las entradas de capital a corto plazo fueron particularmente elevadas en 1992 y 1993 (alcanzando en ambos casos el 8% del PIB). En los años inmediatamente anteriores a las crisis esas cifras se habían reducido hasta alcanzar tan sólo algo más de un 1%. En Indonesia la deuda a corto plazo fue más elevada en 1990-91 y en los años previos a las crisis (en torno al 3-4% del PIB), mientras que se contuvo entre 1992 y 1994 (1-2% del PIB).

Por su parte, el BPI (varios años) provee de datos sobre la participación de los préstamos a corto plazo sobre el total de préstamos a los países en desarrollo (véase el cuadro 3.4). La suma consolidada de los préstamos extranjeros en cualquier moneda y de los préstamos nacionales en moneda extranjera con vencimiento inferior o igual a un año suponían en Tailandia a finales de 1994 y de 1995 en torno al 70% del total y el 65% a finales de 1996; en Malasia eran casi el 49% del total a finales de 1994, el 47% a finales de 1995 y el 50% a finales de 1996; y en Indonesia el 61% a finales de 1994 y alrededor del 62% a finales de 1995 y 1996. Así, todos los países de Asia-3 presentaron importantes porcentajes de deuda a corto plazo sobre el total, un total que, recuérdese, era creciente y alcanzaba importantes porcentajes del PIB (con la excepción de Indonesia).

Con respecto al origen de los capitales extranjeros, éste ha sido uno u otro en función del tipo de capital de que se tratara. Así, buena parte de la IED ha sido intrarregional, destacando Japón (seguido de Taiwán, Corea y Hong Kong) como principal inversor en el sudeste asiático (véase Ito, 1999, para un estudio detallado del peso de la IED japonesa sobre el total de IED en Asia oriental). Para mostrar la magnitud de la IED japonesa en estos países, nótese, a modo de ejemplo, que en Tailandia, en 1987, dicha IED excedió la inversión acumulada en los 20 años anteriores (Bello, 1997). La inversión japonesa estuvo acompañada por la IED de las Nuevas Economías Industriales (NEI), que creció casi a la misma velocidad que la primera. Los tres países que se estudian, junto con China, recibieron más del 27% de la IED de las NEI (Tang y Villafuerte, 1995).



Mientras que la IED ha tenido un marcado carácter intrarregional, no lo ha tenido tanto la IC. Aproximadamente un 50% de los flujos netos relativos a la compraventa de acciones, a mediados de los noventa, correspondieron a inversores estadounidenses. La inversión en acciones japonesa y de las NEI fue, por el contrario, relativamente insignificante, especialmente hasta 1994, cuando inversores japoneses realizaron algunas compras considerables de acciones de Malasia y cuando la IC de las NEI en sus vecinos del sur también se vio incrementada (Tang y Villafuerte, 1995).

Con respecto a los préstamos bancarios, destacan los japoneses y los europeos<sup>84</sup>. Por ejemplo, en 1993 un 55% de los préstamos a Tailandia eran japoneses y un 24% europeos, siendo la participación estadounidense de tan solo un 8%. En el caso de Malasia, Japón fue el origen del 41% de los préstamos, Europa del 34% y EE.UU. tan sólo del 10%. Finalmente, las cifras correspondientes a Indonesia son 55%, 27% y 8% respectivamente. Además, los prestamistas europeos fueron ganado terreno a los japoneses a medida que avanzaba la década de los noventa. Sólo en Tailandia los bancos japoneses mantuvieron su peso relativo frente a los bancos europeos (Ito, 1999).

Finalmente, cabe referirse a las denominaciones de las obligaciones que los países de Asia-3 estaban contrayendo con todos esos países. Por una parte, destaca que una gran parte de los bonos emitidos en Asia estaba denominada en moneda extranjera<sup>85</sup>. Por otra, que los préstamos extranjeros (OI) que las empresas asiáticas tomaban también eran, en una proporción notable, en moneda extranjera. Ya se verá, al estudiar la reforma financiera en Asia-3, cómo las instituciones que canalizaron grandes cantidades de crédito hacia el interior de estos países (el *Bangkok International Banking Facility*, BIBF, o el *Labuan International Offshore Financial Centre*, IOFC), canalizaron crédito en moneda extranjera (en dólares principalmente). En cualquier

---

<sup>84</sup> Los países europeos aquí englobados son Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo, Holanda, España y Gran Bretaña.

<sup>85</sup> Según las estadísticas provistas por el FMI en *International Capital Markets 1997*, los bonos asiáticos denominados en dólares suponían, entre 1992 y 1996, entre el 70 y el 80% del total; los denominados en marcos alemanes eran en ese mismo período un 1-3% del total; los denominados en yenes constituían entre el 15 y el 25%; y los denominados en otra monedas, un 5-10%. No sería de extrañar que los casos particulares de Tailandia, Malasia e Indonesia fueran similares al del conjunto de los países asiáticos.

caso, y como se señalará más adelante, escasean los datos homogéneos sobre la desagregación de los pasivos de Asia-3 en función de sus denominaciones.

**Cuadro 3.4:**  
**Capitales volátiles en Asia-3: IC y flujos a corto plazo, 1990-1996 (% del PIB)**  
**y préstamos a corto plazo, 1994-1996 (% del total)**

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<b>IC (% PIB)</b>	Tailandia	0,0	-0,1	0,8	4,3	1,7	2,4	1,9
	Malasia	-0,6	0,4	-1,9	-1,1	-2,3	-0,5	-0,3
	Indonesia	-0,1	0,0	-0,1	1,1	2,2	2,0	2,2
<b>Flujos a corto plazo (% PIB)</b>	Tailandia	7,6	7,5	5	3	5,5	7,7	5,6
	Malasia	1,2	3,9	8	8,4	-4,5	1,1	1,5
	Indonesia	5,5	3,7	1,5	0,7	1,9	3,9	2,9
		Mitad 1994	Final 1994	Mitad 1995	Final 1995	Mitad 1996	Final 1996	
<b>Préstamos a corto plazo (% del total)</b>	Tailandia	74,3	70,6	71,2	69,6	69	65,1	
	Malasia	59,1	48,8	49,4	47	49,4	50,3	
	Indonesia	60,9	60,9	62,5	62,2	60,3	61,7	

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; *World Economic Outlook*, FMI; y *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, BPI.

## b) Síntesis y conclusiones

Resúmase muy brevemente la descripción de las entradas de capital en Tailandia, Malasia e Indonesia que acaba de realizarse.

1. Se produjo un notable aumento de las entradas de capital en Asia-3 desde finales de los años ochenta; y, sobre todo, en los años más cercanos a la crisis (más concretamente, en torno a 1995).
2. Aunque la IED fue mayor en estos países desde fines de los ochenta (mayor que entre 1980 y finales de la década), el crecimiento de ésta fue perdiendo impulso a partir de 1993 aproximadamente (con la excepción de Indonesia, donde la IED siguió creciendo a buen ritmo).

3. Las IC alcanzaron cierto protagonismo en los años previos a las crisis financieras de 1997; en concreto, desde 1993 y en Tailandia e Indonesia.
4. También las OI fueron de mayor magnitud en esos años anteriores a 1997; sobre todo desde 1994 en Tailandia y desde 1992 en Malasia.
5. Dado el incremento de las IC y/o de las OI (muchas de las cuales fueron a corto plazo) la proporción de capital volátil en el total de capital entrante fue considerable desde los primeros años de la década de los noventa.
6. Buena parte del capital entrante, sobre todo del capital volátil entrante, estaba denominado en moneda extranjera. De hecho, buena parte de los bonos emitidos por las empresas asiáticas, así como de los préstamos extranjeros tomados por esas empresas, estaban denominados en dólares y yenes, principalmente.
7. El sistema financiero desempeñó un papel relevante en la evolución de las entradas de capital, tanto mediante la emisión de bonos (es decir, como captadores de IC), como mediante la toma de préstamos extranjeros (es decir, como captadores de OI).

Más adelante se verá cuáles pudieron ser las causas internas del volumen y composición del capital recibido por Asia-3, así como las políticas que se aplicaron para evitar que dicho capital redundara en tensiones macroeconómicas o financieras.

## **B. CAUSAS DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL CON ESPECIAL ÉNFASIS EN LA GESTIÓN MACROECONÓMICA**

En este epígrafe se exponen las causas de las entradas de capital en Tailandia, Malasia e Indonesia clasificándolas, como se hizo en el apartado teórico al respecto, en factores externos o *push* y factores internos o *pull*. En un primer apartado se realiza una aproximación a ambos tipos de factores causales de las entradas de capital, entre los que se encuentran ciertas políticas económicas como factores *pull*. Recuérdese que una de las subhipótesis que se pretende defender en esta tesis es que la política económica es un factor explicativo importante de las entradas de capital en las economías emergentes en general, y en Asia-3 en particular. Siendo así, se dedica el apartado siguiente al análisis de las principales políticas económicas aplicadas en Tailandia, Malasia e Indonesia desde los primeros años ochenta y se ve su posible relación con el volumen y estructura del capital entrante descritos en el epígrafe anterior.

### **a) Una primera aproximación**

Las causas de la atracción de capitales se encuentran tanto en determinados rasgos de la economía internacional de finales de los años ochenta y principios de los noventa (factores *push*) como en las características propias de las economías de Asia-3 en esos mismos años (factores *pull*)<sup>86</sup>. Se van a exponer aquí unos y otros factores. No obstante, para este trabajo resulta de especial interés ver cómo incidió la gestión macroeconómica llevada a cabo en Tailandia, Malasia e Indonesia en la atracción de capitales y en la composición de los mismos, por lo que se debe ahondar especialmente en aquellos factores *pull* que estén relacionados con dicha gestión macroeconómica. Pero no se hará hasta más adelante (apartado b de este mismo epígrafe), una vez que se hayan analizado con cierto detalle las políticas económicas aplicadas en Asia-3.

---

<sup>86</sup> Recuérdese que en el epígrafe A del capítulo 1 se concluía que no hay consenso sobre la importancia de unos y otros factores y que ambos tipos pueden ser compatibles y explicar conjuntamente los movimientos de capital.

Por otra parte, no todos los tipos de capital son empujados o atraídos por los mismos factores. Es decir, los factores explicativos de los flujos de IED no son siempre los mismos que los que explican la IC o las OI. Por ello, se repasan en primer lugar los factores que motivaron las entradas de IED en Asia-3; en segundo lugar, los factores determinantes de la IC; y finalmente los que explican las OI.

### **a.1) Factores *push***

Ciertos fenómenos externos propiciaron las entradas de capital a Asia-3 en el período que aquí se estudia. Algunos de ellos favorecieron la entrada de todos los tipos de capital y otros, en cambio, fueron factores *push* tan sólo para la IED, la IC o las OI. Cabe destacar, en primer lugar, la abundante liquidez existente en el mercado financiero internacional como factor explicativo de la entrada de todo tipo de capital en Asia-3 (Goldstein, 1998). La crisis mexicana implicó la contención de los flujos de capital hacia mercados emergentes, pero por poco tiempo; y el capital extranjero, tras ese incidente en México y tras el efecto Tequila, prefirió dirigirse a Asia oriental. En segundo lugar, ciertas instituciones –como la *International Finance Corporation* (IFC) del Banco Mundial o la *Asian Finance and Investment Corporation*, que fue creada en 1989 bajo el auspicio del BASD (Banco Asiático de Desarrollo)– promovieron activamente la canalización del ahorro privado (en forma de IED, IC u OI) de los países industriales hacia las economías emergentes (Banco de Japón, 1990; McCulloch y Petri, 1998; Jomo, 2001).

Con respecto a los factores externos explicativos de las entradas de IED en el sudeste asiático, uno de los más importantes fue la apreciación del yen y, poco después, de las monedas de Taiwán y Corea (Ito, 1999). La apreciación del yen se produjo como consecuencia del acuerdo del Hotel Plaza de Nueva York de 1985, por el que Japón se comprometió frente a EE.UU. a permitir la caída de su tipo de cambio. Así, Japón ya no podía promover su competitividad comercial mediante el mantenimiento de una moneda débil, de forma que se vio en la necesidad de promoverla mediante la reducción de costes de producción. Para ello se deslocalizaron en los países de Asia-3 las fases más intensivas en trabajo de la producción, aprovechando los bajos salarios y la relativamente alta cualificación de los trabajadores

de esos países. Además, la apreciación del yen con respecto a las monedas del sudeste asiático abarataba sus colocaciones de capital en dichos países (García y Olivie, 1999).

Debe hacerse hincapié en la relevancia de la apreciación del yen como motor externo de la recepción de IED por parte de Tailandia, Malasia e Indonesia. En primer lugar, se ha visto que buena parte de la IED recibida en Asia-3 fue japonesa, con lo que la apreciación del yen resultó ser un factor determinante de no poca proporción de la IED recibida por los países de Asia-3. En segundo lugar, la apertura de las cuentas de capital de estos países ya se había producido en buena medida en los primeros años ochenta, pero no fue hasta después del acuerdo del Hotel Plaza que la IED en Asia-3 comenzara a crecer de forma significativa. Y en tercer lugar, cuando se produjo la depreciación del yen con respecto del dólar en 1995 se redujo el ritmo de entrada de IED japonesa en las economías que aquí se estudian. Además, el estudio econométrico realizado por Ito (1999) igualmente confirma lo significativa que fue la apreciación del yen con respecto del dólar como factor causal de los flujos de IED a los países de Asia oriental.

Las entradas de IC tienen su explicación en factores *push* bien distintos a los que explican las entradas de IED. Por una parte, los bajos tipos de interés prevalecientes en los países industriales favorecieron la búsqueda de mayores rentabilidades fuera de los mercados financieros nacionales y, por tanto, la compra de bonos de aquellos países que mantuvieran unos tipos de interés relativamente altos (como los que mantenían los países de Asia-3). Recuérdese que los estudios empíricos al respecto no coinciden en la importancia relativa de los tipos de interés internacionales: si bien para unos autores son el factor explicativo más importante de los movimientos de capital hacia economías emergentes en los años noventa, otros consideran que los factores *pull* también desempeñaron un papel relevante.

Por otra parte, tanto dicha compra de bonos como la adquisición de acciones asiáticas por parte de inversores extranjeros se vieron favorecidas por un incremento de

los incentivos a diversificar<sup>87</sup> y mundializar sus carteras de activos, propiciado por ciertos cambios de regulación de los principales centros financieros (que se dieron, sobre todo, a principios de los noventa) y por el avance de las tecnologías de telecomunicaciones. Algunos de estos cambios de regulación fueron, por ejemplo, una norma de la *U.S. Securities and Exchange Commission* de 1990, por la cual se permitía a los accionistas de empresas no estadounidenses vender sus acciones a compradores institucionales bajo ciertas condiciones sin estar sujetos a un período mínimo de tenencia de dos años; y la reducción en 1995, por parte de la *Tokyo Stock Exchange*, de los requisitos para las empresas de países en desarrollo (Goldstein, 1995).

La recepción de capitales en forma de OI, sobre todo de OI a corto plazo, se vio favorecida por factores muy similares a los explicativos de la IC en bonos. Por una parte, los bajos tipos de interés de los países industriales, que coadyuvaban en la existencia de un considerable diferencial de tipos de interés entre éstos y los países de Asia-3; y, por otra, los incentivos institucionales a diversificar y mundializar las inversiones.

## **a.2) Factores *pull***

Un factor de atracción de IED lo constituyó el mero hecho de que las economías asiáticas crecieran a buen ritmo ya desde los años setenta. Las empresas extranjeras se vieron atraídas por la capacidad de crecimiento de estas economías porque ello era la promesa de un beneficioso mercado interior. Por ejemplo, fabricantes de coches japoneses trasladaron la producción a Tailandia, Malasia e Indonesia para aprovechar su creciente mercado interno. El estudio econométrico de Ito (1999) confirma el carácter significativo del crecimiento económico como factor de atracción de IED. Además, el cambio estructural que se produjo durante los años ochenta favoreció el incremento de la productividad, lo que también resultaba atractivo para la IED. Finalmente, la existencia de un excedente de mano de obra hizo que los salarios permanecieran bajos y, por tanto, atractivos para esas empresas japonesas, taiwanesas y coreanas que buscaban menores costes de producción para sobrellevar la apreciación de

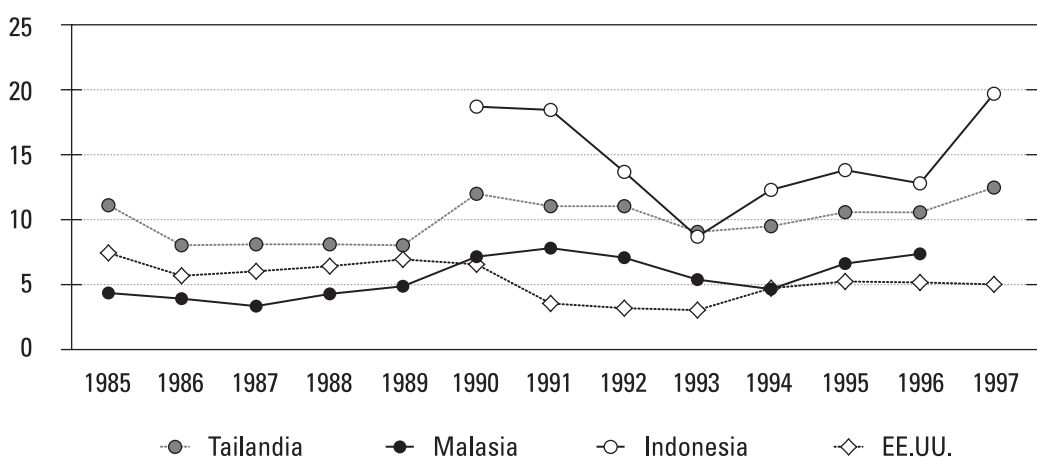
---

<sup>87</sup> La diversificación permite aprovechar la mayor rentabilidad de los mercados financieros emergentes sin incurrir en un riesgo proporcionalmente mayor.

sus monedas. El estancamiento del crecimiento de la IED en torno a 1992 (que se produjo, como se dijo, en Tailandia y Malasia) quizá se explique en parte por los cuellos de botella que la falta de infraestructuras implicaba. Además, en Tailandia había cierta escasez de trabajo cualificado y en Malasia se estaba agotando el excedente de mano de obra barata, lo que pudo también incidir en el menor crecimiento de la IED.

Con respecto a la atracción de otros tipos de capitales, los relativamente altos tipos de interés, junto con unos tipos de interés internacionales no muy elevados (véanse los gráficos 3.13 y 3.14), supusieron un motivo importante de atracción de IC y de OI desde principios de los noventa. También la caída del riesgo-país pudo coadyuvar en la atracción de IC y OI<sup>88</sup>. Finalmente, el mismo crecimiento económico pudo suponer un elemento de atracción de IC y de OI, en la medida en que se percibiera como una promesa de unas mejores condiciones de rentabilidad y riesgo de las inversiones que se fueran a realizar.

**Gráfico 3.13:**  
**Tipos de interés de descuento en Asia-3 y EE.UU., 1985-1997**

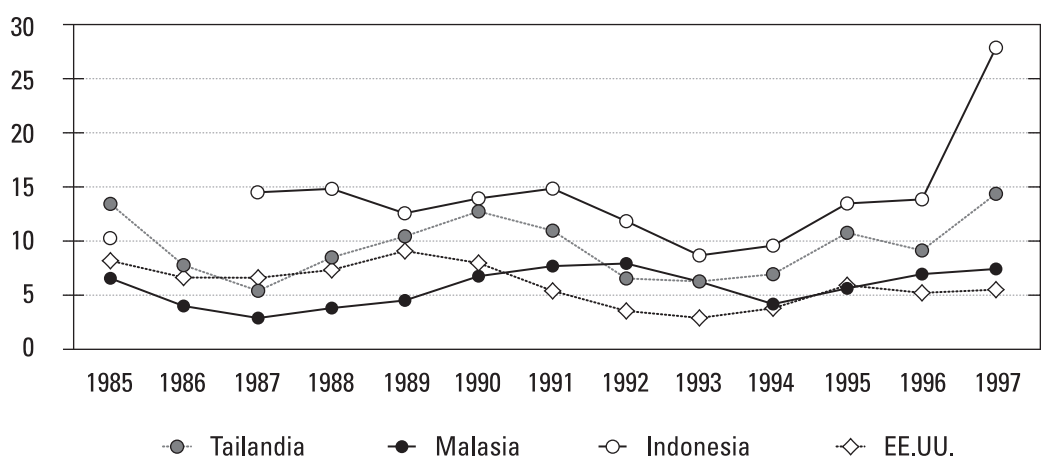


Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

<sup>88</sup> Alba *et al.* (1999) presentan un estudio econométrico en el que la disminución del riesgo-país resulta significativa para explicar el incremento de la entrada de capitales en Tailandia.



**Gráfico 3.14:**  
**Tipos de interés del mercado monetario<sup>a</sup> en Asia-3 y EE.UU., 1985-1997**



a: Tasa a la que se efectúan los préstamos a corto plazo entre las instituciones financieras (línea 60b de las *Estadísticas Financieras Internacionales* del FMI).

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

Junto con los factores *push* y *pull* que hasta aquí se han señalado, hubo otros factores explicativos de las características de las entradas de capital en Asia-3, que serán analizados en detalle a continuación. Éstos son ciertas políticas de ajuste estructural de corte neoliberal que se aplicaron en Tailandia, Malasia e Indonesia ya desde los años ochenta y que funcionaron como factores *pull* del capital extranjero. En concreto, se llevaron a cabo cuatro paquetes de medidas (los cuatro paquetes analizados en la parte teórica sobre factores *pull*: estabilización fiscal y monetaria, estabilización cambiaria, liberalización comercial y reforma financiera), y cada uno de ellos incidió —aunque con mayor o menor intensidad— en el volumen y estructura del capital entrante. Pero, como ya se ha indicado, este conjunto de factores *pull* relacionados con la política económica se analizan en profundidad en el apartado b de este mismo epígrafe.

### **a.3) Conclusiones**

De acuerdo con las reflexiones sobre los factores explicativos de las entradas de capital realizadas en el apartado teórico, no se puede afirmar que la capacidad

explicativa de los factores *push* anule la capacidad explicativa de los factores *pull*, sino que todos ellos pueden ser compatibles. De hecho, estudios como el de Spiegel (1995) consideran que la cronología de las entradas de capital en los países de Asia oriental sugiere que fueron importantes tanto los factores internos como los externos. Además, se podría considerar, a la vista de estudios como el de Chuhan *et al.* (1993), que los factores internos en Asia-3 no desempeñaron un papel desdeñable en la atracción de capital, y que ese papel fue, en cualquier caso, mayor que el que desempeñaron en América Latina. Así lo considera también el Banco Mundial (1997), sobre todo para el período 1993-97. Por eso tiene sentido detenerse en las políticas económicas como factores *pull* del capital extranjero, que es precisamente lo que se hace a continuación.

#### **b) Las políticas económicas en Tailandia, Malasia e Indonesia y su papel como factores determinantes del capital entrante**

En este apartado se van a describir cada una de las principales medidas de política económica que se llevaron a cabo en los años ochenta y su incidencia en las características de las entradas de capital que se produjeron, como se ha visto, desde finales de esa década. La gestión macroeconómica de los ochenta estuvo marcada por la tendencia generalizada en los países en desarrollo (aunque también en los desarrollados) a promover la estabilización macroeconómica y a favorecer los mecanismos de mercado mediante la desregulación y/o privatización de la actividad económica interna (productiva, financiera...) y mediante la apertura al exterior (apertura de la cuenta corriente y de capital). Los países de Asia-3 siguieron esa tendencia, por lo que, como se ve a continuación, efectivamente se llevó a cabo un ajuste macroeconómico (estabilización fiscal, monetaria y cambiaria), un proceso de liberalización comercial y una importante reforma financiera (que incluía desregulación financiera interna, apertura de la cuenta de capital y algunas medidas adicionales). Todas estas acciones de política económica coadyuvaban en la determinación de la magnitud y composición de las entradas de capital a estos países.

Estas medidas estuvieron propiciadas no sólo por la tendencia global hacia la liberalización y la apertura, sino también por la necesidad de cambiar de estrategia de desarrollo ante el agotamiento de la ISI (industrialización por sustitución de

importaciones) y por la entonces extendida opinión de que el éxito de los “dragones” había respondido a medidas favorables al funcionamiento del mercado, opinión que estuvo generada, en buena medida, por el Consenso de Washington y, más en particular, por el “enfoque favorable al mercado” desarrollado en algunos trabajos del Banco Mundial (por ejemplo, Banco Mundial, 1993). Pero cabe considerar, a la vista de los trabajos de Amsden (1989), Singh (1995) y Bustelo (1994, 1998 y 2000b), que esa opinión supone una interpretación errónea de la estrategia de desarrollo de los “dragones”, donde en realidad el Estado fomentó el crecimiento y el cambio estructural distorsionando los mecanismos de mercado, no favoreciéndolos.

Sea como fuere, a continuación se describen los cuatro paquetes de medidas de política económica a los que se ha hecho referencia y, tras la descripción de cada uno de ellos, se tratará de ver si incidieron en la magnitud y composición de los flujos de capital a Tailandia, Malasia e Indonesia.

### **b.1) Estabilización fiscal y monetaria**

Históricamente el principal objetivo de Tailandia ha sido el mantenimiento de la integridad territorial, de la independencia nacional y del régimen político. Y la estabilidad económica se constituyó en objetivo intermedio para poder alcanzar ese objetivo principal (Laurisden, 1998). Así, Tailandia ha contado desde hace décadas con procedimientos de control del déficit público, de la deuda pública, de la inflación..., lo que hizo que este país llegara a la década de los ochenta con unas cuentas públicas bastantes saneadas –deficitarias, pero no en exceso– (véase el cuadro 3.5). Además, en la segunda mitad de la década y primeros años noventa se realizó un nuevo e importante esfuerzo de restricción fiscal, con lo que se pasó de un déficit algo superior al 3,5% del PIB en 1985 a un superávit de casi el 5% en 1990. No obstante, la política fiscal restrictiva no pudo mantenerse durante todo el período de entradas de capital, por una parte, por la dificultad que supone restringir la política fiscal una vez que las cuentas públicas están saneadas (Koenig, 1996) y, por otra parte, por la necesidad de hacer frente a los cuellos de botella que se sufrían por la escasez de infraestructuras. Así, la política fiscal tailandesa incluso se tornó ligeramente expansiva a partir de 1993, a pesar de lo cual se mantuvo el superávit presupuestario

hasta 1996 (Alba *et al.*, 1999). Con respecto a la política monetaria, ésta se volvió algo más restrictiva desde los primeros años de entradas de capital. Se verá más adelante, no obstante, que el carácter restrictivo de la política monetaria en estos países pudo responder no sólo a un intento de control del crédito antes de que se produjeran las entradas de capital, sino también a los esfuerzos de control del recalentamiento al que dichas entradas de capital podían conducir.

Malasia presentó unos déficit presupuestarios más preocupantes que los tailandeses a lo largo de la década de los ochenta (cuadro 3.5). Pero, asimismo, realizó un esfuerzo de restricción fiscal entre 1988 y 1992, con el que se logró transformar los elevados déficit de mediados de los ochenta (que se situaban entre el 5 y el 10% del PIB) en superávit presupuestario a partir de 1993. El saneamiento de las cuentas públicas se alcanzó gracias a un incremento de los controles sobre el gasto público y al crecimiento de la recaudación fiscal, que fue posible por una mejor administración fiscal y a pesar de que algunos impuestos fueron recortados (como el impuesto sobre sociedades). La política monetaria asimismo se volvió más restrictiva. Así, según Koenig (1996) la tasa de expansión del crédito se rebajó considerablemente a finales de los ochenta.

Indonesia se vio forzada a realizar un importante esfuerzo de restricción fiscal y monetaria por el importante crecimiento de su deuda externa, que se produjo durante los años ochenta (la deuda externa indonesia había pasado de suponer el 28% del PIB en 1980 a suponer el 69% en 1991). Dicha elevación de la deuda externa se debió fundamentalmente a dos *shocks* externos: la caída de los precios del petróleo de 1982 y 1986 y la depreciación del dólar frente al yen desde 1985<sup>89</sup>. La contracción fiscal y monetaria fue bastante eficaz para reducir la deuda externa, que cayó en un 10% del PIB desde 1987 a 1989 (Corbo y Hernández, 1994). El déficit público, a diferencia de la deuda pública, no alcanzaba cotas preocupantes ya desde principios de la década de los ochenta. Así, la restricción fiscal (que fue particularmente intensa entre 1990 y 1994) no dio tantos frutos en términos de reducción del déficit público como de reducción de la deuda. En concreto, el saldo presupuestario no se mejoró

---

<sup>89</sup> La depreciación del dólar frente al yen provocó la elevación de la deuda indonesia porque ésta se había contraído sobre todo con países del área del yen.

considerablemente hasta los años 1993-95, en que se lograran superávit gracias fundamentalmente al control del gasto (cuadro 3.5).

**Cuadro 3.5:**  
**Superávit (+) y déficit (-) públicos en Asia-3, 1980-1997**  
**(millones de moneda local y % del PIB)**

		1980	1981	1982	1983	1984	1985
<b>Tailandia</b>	Millones de bahts	-25.658	-21.360	-41.120	-22.824	-33.183	-38.979
	% del PIB	-3,87	-2,81	-4,89	-2,48	-3,36	-3,69
<b>Malasia</b>	Millones de ringgits	-3.704	-9.015	-10.421	-6.933	-4.775	-4.407
	% del PIB	-6,95	-15,65	-16,65	-9,91	-6,00	-5,68
<b>Indonesia</b>	Millones de rupias	-1.102.000	-1.172.000	-1.191.000	-1.862.000	1.219.000	-948.000
	% del PIB	-2,42	-2,02	-1,91	-2,40	1,36	-0,96
		1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>Tailandia</b>	Millones de bahts	-34.132	-8.860	36.099	65.335	107.049	100.455
	% del PIB	-3,01	-0,68	2,31	3,52	4,90	4,01
<b>Malasia</b>	Millones de ringgits	-7.506	-6.153	-3.290	-3.410	-3.437	-2.640
	% del PIB	-10,48	-7,73	-3,62	-3,33	-2,97	-1,99
<b>Indonesia</b>	Millones de rupias	-3.621.000	-1.037.000	-4.388.000	-3.362.000	798.000	982.000
	% del PIB	-3,27	-0,81	-2,94	-1,87	0,38	0,39
		1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Tailandia</b>	Millones de bahts	71.793	55.618	101.239	134.965	43.303	-15.061
	% del PIB	2,54	1,75	2,79	3,22	0,92	-0,31
<b>Malasia</b>	Millones de ringgits	-1.243	354	4.408	1.861	1.815	6.627
	% del PIB	-0,84	0,21	2,32	0,85	0,73	2,41
<b>Indonesia</b>	Millones de rupias	-1.096.000	2.018.000	3.581.000	10.085.000	7.647.000	8.748.000
	% del PIB	-0,39	0,61	0,94	2,22	1,44	1,40

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

Resumiendo con respecto a la salud de las cuentas públicas de los países de Asia-3, éstas estuvieron bastante saneadas ya desde los años ochenta (antes en Tailandia y en Indonesia que en Malasia), alcanzándose algo más adelante superávit presupuestarios (desde finales de los ochenta en Tailandia y desde 1993 en los otros dos países). Con respecto al signo de la política fiscal, cabe insistir en que la tradición de restricción fiscal en Tailandia dificultó el que dicha restricción se reforzase durante todo el episodio de entradas de capital; mientras que en Malasia e Indonesia sí que se aprecia un esfuerzo más continuado de restricción fiscal desde finales de los ochenta o principios de los noventa. En cualquier caso, los países de Asia-3 tomados en conjunto mantuvieron posiciones fiscales bastante más restrictivas que otros países de Asia oriental –Corea o Filipinas– y que muchos de América Latina –exceptuando a Chile– (Corbo y Hernández, 1994). Y resumiendo al respecto de la política monetaria, se observa cierta restricción del crédito a finales de los años ochenta o principios de los noventa y, de nuevo, desde aproximadamente 1994-95 (véase el cuadro 3.6, sobre los tipos de interés de descuento y del mercado monetario).

Lo que interesa concluir en este apartado es que las políticas fiscales restrictivas y/o las posiciones fiscales saneadas alimentaron la confianza de los inversores extranjeros en la estabilidad macroeconómica de estos países, lo que seguramente incentivó las entradas de capital extranjero. Así lo confirma el estudio de Bennett *et al.* (1993), al menos para Tailandia (los otros dos países no están incluidos en la muestra de dicho estudio). Estos autores consideran, además, que la política fiscal –junto con las reformas estructurales que se detallarán enseguida– desempeñó un papel más determinante como factor *pull* del capital extranjero que la restricción del crédito (en el otro extremo estarían casos como los de Colombia y Egipto, por ejemplo, donde el principal determinante de las entradas de capital sería la restricción del crédito y no tanto un cambio en sus políticas fiscales y estructurales). En cualquier caso, se verá más adelante que la restricción monetaria –en concreto la que se produjo para contrarrestar los efectos de las entradas de capital– sí que incidió algo en el crecimiento y estructura de dichas entradas de capital.

**Cuadro 3.6:**  
**Tipos de interés de descuento y del mercado monetario<sup>a</sup> en Asia-3, 1982-1997**

		1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>De descuento</b>	Tailandia	12,5	13	12	11	8	8	8	8
	Malasia	5,12	5,2	5,06	4,13	3,89	3,2	4,12	4,89
	Indonesia	—	—	—	—	—	—	—	—
<b>Del mercado monetario</b>	Tailandia	14,95	12,15	13,58	13,48	8,07	5,91	8,66	10,6
	Malasia	7,9	8,97	8,96	6,76	4,19	3,12	4,11	4,72
	Indonesia	17,24	13,17	18,63	10,33	--	14,52	15	12,57

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>De descuento</b>	Tailandia	12	11	11	9	9,5	10,5	10,5	12,5
	Malasia	7,23	7,7	7,1	5,24	4,51	6,47	7,28	—
	Indonesia	18,83	18,47	13,5	8,82	12,44	13,99	12,8	20
<b>Del mercado monetario</b>	Tailandia	12,87	11,15	6,93	6,54	7,25	10,96	9,23	14,59
	Malasia	6,81	7,83	8,01	6,53	4,65	5,78	6,98	7,61
	Indonesia	13,97	14,91	11,99	8,66	9,74	13,64	13,96	27,82

a: Tasa a la que se efectúan los préstamos a corto plazo entre las instituciones financieras (línea 60b de las *Estadísticas Financieras Internacionales* del FMI).

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

Además de la restricción fiscal y monetaria, cabe mencionar en este apartado los procesos de privatización y reestructuración de la deuda que se produjeron en los países de Asia-3. Destacan los procesos de privatización de Malasia e Indonesia y la reestructuración de la deuda de este último país. Ambas medidas supusieron una fuente de confianza para los inversores extranjeros y, por tanto, un incentivo más para las entradas de capital.

## **b.2) La política cambiaria: tipos de cambio fijos o semi-fijos**

Dado que las crisis que aquí se estudian fueron en parte crisis cambiarias (también lo fueron bancarias) resulta fundamental analizar cuáles eran los regímenes cambiarios que colapsaron como consecuencia de dichas crisis. Asimismo resulta interesante ver que una de las principales consecuencias del mantenimiento de los

mismos fue la atracción de capital extranjero en determinadas cantidades y con determinadas estructuras.

Pues bien, en ninguno de los tres países el tipo de cambio estuvo, desde mediados o finales de los ochenta y hasta las crisis, determinado por el mercado. Todos ellos defendieron la estabilidad del valor de la moneda –y, sobre todo, la no apreciación de la misma– con el ánimo de atraer capital extranjero y de conservar ciertos niveles de competitividad. De hecho, incluso en los países en que el régimen cambiario oficial no era tan rígido, en la práctica se defendió la estabilidad del tipo de cambio: “(...) había en efecto una diferencia entre la clasificación *de iure* de los regímenes de tipo de cambio en los países afectados por la crisis antes de ésta y la manera en que la política de tipo de cambio se aplicaba *de facto*” (Hernández y Montiel, 2001, pág. 6).

Por otra parte, cabe señalar el enorme peso del dólar en la determinación de los tipos de cambio de los países de Asia-3. Incluso cuando la evolución de la moneda dependía teóricamente de la evolución de una cesta de monedas, en realidad los movimientos de la moneda local seguían casi exclusivamente a los del dólar. Existen algunos estudios empíricos que así lo confirman, como son los de Ohno (1999) y McKinnon (2000). Asimismo, otros muchos estudios (recogidos en Rajan *et al.*, 2000) tratan de calcular la cesta de monedas que habría sido óptima para los países de Asia sudoriental en los años anteriores a las crisis –a la vista de sus relaciones comerciales y financieras con las distintas economías industriales– y muestran que el anclaje casi exclusivo al dólar no era la opción más acertada. Una simple media de los resultados de dichos estudios indica que el peso del yen tendría que haber sido de en torno al 40%, repartiéndose el 60% restante entre el dólar, el euro y/u otras monedas de países de la región. Véanse ahora con más detalle cada uno de los regímenes cambiarios de los países que en este trabajo se estudian.

El régimen cambiario oficial de Tailandia desde los años setenta hasta la crisis de 1997 fue un régimen de tipo de cambio fijo (véase el cuadro 3.7). En una primera etapa (1970-84) el baht estuvo fijado al dólar y la política monetaria se dedicó a contener la inflación y a evitar desequilibrios de balanza de pagos. En 1981, a medida



que el valor de la moneda estadounidense crecía rápidamente como consecuencia de la segunda crisis del petróleo, se produjeron dos pequeñas devaluaciones con respecto de dicha moneda (apenas 10% entre las dos). En 1984 se produjo una devaluación mayor (de casi el 15%) ante la imposibilidad de controlar el déficit corriente –que la apreciación del dólar traía consigo– mediante las pequeñas devaluaciones anteriores y algunas otras medidas (i.e. restricción del crédito). En una segunda etapa (1985-97) el ancla al dólar fue sustituida por un ancla a una cesta de monedas. Pero, como ya se ha comentado, el peso del dólar era, en la práctica, muy elevado en comparación con el peso de las monedas de los demás socios comerciales de Tailandia. En concreto, según Frankel y Wei (1994), el dólar suponía el 90% del valor total de la cesta de monedas a la que el baht estaba anclado. Así, el tipo de cambio nominal con el dólar apenas se alejó de los 25 bahts por dólar en todo el período señalado (véase el cuadro 3.8), ni siquiera entre 1985 y 1987, cuando se produjo una devaluación progresiva frente a la cesta de monedas de hasta un 20% (Phongpaichit, 1992).

Malasia mantuvo desde enero de 1986 hasta febrero de 1990 un régimen cambiario oficial de flexibilidad limitada, de acuerdo con la terminología utilizada por el FMI (cuadro 3.7). Tan sólo entre 1990 y 1992 se impuso oficialmente un tipo de cambio totalmente fijo. Y desde diciembre de 1992 hasta muchos meses después de las crisis el régimen cambiario de Malasia fue de flotación controlada. Así, su régimen cambiario *de iure* era más flexible que el tailandés. Pero *de facto* la diferencia no era tanta, dado que, igual que en Tailandia, se trataron de evitar las fluctuaciones de la moneda, utilizando para ello la política monetaria. Más adelante se verá un ejemplo de estas intervenciones: los intentos de evitar los efectos de las entradas de capital sobre el valor del ringgit mediante el recurso a la esterilización (política monetaria restrictiva). Véase, de nuevo, el cuadro 3.8, en el que se observa que el valor nominal de la moneda de Malasia efectivamente no mostró mucha volatilidad, sino que se mantuvo entre las 2,5 y las 2,75 unidades por dólar. Si el régimen cambiario de Malasia no fue oficialmente modificado hasta mucho más tarde del estallido de la crisis en este país (hasta mucho más tarde del abandono de la defensa del ringgit) es porque dicho régimen ya era *de iure* un régimen de tipo de cambio bastante flexible.

Indonesia mantuvo desde finales de 1978 hasta 1997 un régimen cambiario de flotación controlada (cuadro 3.7). En 1982 el país atravesó una importante crisis, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Una de las medidas de política económica que se llevaron a cabo para hacer frente a dicha crisis fue la devaluación de la rupia en un 38,5% en marzo de 1983 (Abdusalamov y Montes, 1998). Desde mediados de los años ochenta la flotación controlada consistió en el mantenimiento de un tipo de cambio deslizante, dentro de una banda de flotación estrecha, estableciéndose un objetivo anual de depreciación frente al dólar acorde con el diferencial entre la inflación interna y la estadounidense. En enero de 1994 se dio un paso hacia una mayor flexibilización de la moneda, mediante la introducción de una banda de fluctuación del  $\pm 1\%$ . En diciembre de 1995 la banda se amplió hasta el  $\pm 3\%$ ; y en junio de 1996 hasta el  $\pm 5\%$  (Hernández y Montiel, 2001). A pesar de la creciente flexibilización del tipo de cambio, el banco central no cesó de intervenir para el control del valor de la rupia, incluso dentro de la banda de fluctuación. De hecho, desde 1990 y hasta 1997, el valor de esta moneda no se alejó más de un 0,25% de la tendencia establecida de depreciación (Alba *et al.*, 1998); y permaneció muy cerca del límite de mayor apreciación de la banda durante los dos años anteriores a las crisis (cuadro 3.8).

**Cuadro 3.7:**  
**Tipos de cambio oficiales en Asia-3, hasta 1997**

<b>Tailandia</b>	Enero 1970-Junio 1997 →	Tipo de cambio fijo
<b>Malasia</b>	Enero 1986-Febrero 1990 →	Flexibilidad limitada
	Marzo 1990-Noviembre 1992 →	Tipo de cambio fijo
	Diciembre 1992-Septiembre 1998 →	Flotación controlada
<b>Indonesia</b>	Noviembre 1978-Junio 1997 →	Flotación controlada

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

**Cuadro 3.8:**  
**Tipos de cambio nominales<sup>a</sup> (unidades de moneda nacional por dólar)**  
**en Asia-3, 1987-1998**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Tailandia</b>	25,723	25,294	25,702	25,585	25,517	25,400
<b>Malasia</b>	2,5196	2,6188	2,7088	2,7049	2,7501	2,5474
<b>Indonesia</b>	1.643,8	1.685,7	1.770,1	1.842,8	1.950,3	2.029,9

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Tailandia</b>	25,320	25,150	24,915	25,343	31,364	41,359
<b>Malasia</b>	2,5741	2,6243	2,5044	2,5159	2,8132	3,9244
<b>Indonesia</b>	2.087,1	2.160,8	2.248,6	2.342,3	2.909,4	10.014,0

a: Medias del período.

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

Desde el punto de vista de los objetivos que el mantenimiento de un tipo de cambio fijo puede tener, la política cambiaria de estos países fue exitosa. Efectivamente se evitó la apreciación nominal de las monedas (Alba *et al.*, 1998) e incluso, aunque los tipos de cambio efectivos nominales permanecieron bastante estables, se produjo una ligera subida de los mismos. Por ello, la competitividad comercial se vio reforzada gracias al régimen cambiario adoptado, aunque sólo durante los primeros años noventa<sup>90</sup>.

El mantenimiento de tipos de cambio fijos o semi-fijos también cumplió con el objetivo de favorecer la entrada de capital extranjero en estos países. Por una parte, la estabilidad cambiaria seguramente supuso un factor de atracción para la inversión extranjera en general, y para la inversión volátil en particular (ya se vio en la parte teórica que las inversiones a largo plazo se ven menos incentivadas por la estabilidad cambiaria que las inversiones a corto), en la medida en que dicha estabilidad —al igual que la estabilización macroeconómica y las medidas de liberalización y apertura— confirió confianza a los inversores extranjeros en el sistema económico y político de

---

<sup>90</sup> Los tipos de cambio reales de Asia-3 cayeron algo a partir de 1994, debido a diversos factores que serán analizados más adelante.

Asia-3. Además, las devaluaciones que se produjeron antes del establecimiento del tipo de cambio fijo contribuirían a generar una estructura de costes favorable para la IED orientada a la exportación (así lo constatan para Tailandia los estudios de Bennett *et al.*, 1993; y Phongpaichit, 1992). Así, la estabilidad cambiaria contribuyó a la atracción de capital, lo que, como ya se analizó en el capítulo 1, podía suponer problemas de recalentamiento en las economías receptoras.

Insístase, en cualquier caso, en que el mantenimiento de tipos de cambio fijos atrajo, sobre todo, capital volátil (IC y OI a corto plazo) ya que, al no percibirse la existencia de riesgo de cambio, los inversores se ahorraban el coste de cubrir sus inversiones. Es decir, el ancla nominal abarataba estos tipos de inversión al permitir el ahorro de ciertos costes financieros, de forma que la inversión a corto plazo aumentaba, y se producía el consiguiente incremento de la fragilidad financiera. La verosimilitud de los compromisos cambiarios en estos países se manifestó en la no cobertura del riesgo de cambio (véase epígrafe D), lo que podía tener como consecuencia, como se vio anteriormente, un incremento de la fragilidad financiera.

### **b.3) La liberalización comercial**

Si bien es cierto que la liberalización comercial no fue un fenómeno completamente nuevo en los años ochenta en Asia-3, también es cierto que a finales de esa década se reavivaron las acciones de política económica encaminadas a abrir la cuenta corriente. Dos fenómenos propiciaron una mayor apertura de la cuenta corriente en los ochenta y primeros noventa. En primer lugar, la predominancia del paradigma neoclásico, que abogaba por la apertura y desregulación de los mercados, y que influyó en las decisiones de política económica de los países del sudeste asiático tanto como en países en desarrollo de otras regiones. En segundo lugar, es habitual que se malinterprete la estrategia de desarrollo de Corea y Taiwán en el sentido de que se considera que para pasar de la ISI a la IOE (industrialización orientada a la exportación) se necesitó la apertura de la cuenta corriente<sup>91</sup>. Pudo ser que los gobiernos

---

<sup>91</sup> Sobre la protección del mercado interior en Corea y Taiwán como parte de la estrategia de industrialización, véase Bustelo (1998).

de los países del sudeste asiático se sumaran a tal interpretación equivocada y que, por tanto, abrieran su cuenta corriente para facilitar el paso a la IOE.

Por todo ello (por el clima económico general y por la aparente necesidad impuesta por la IOE) durante los años ochenta se eliminaron muchas de las barreras arancelarias que quedaban en estos países, además de reducirse considerablemente las barreras no arancelarias. Véase esto país por país.

Tailandia es un país tradicionalmente poco intervencionista, en general (Lauridsen, 1998), y poco proteccionista, en particular. De hecho, según Sachs y Warner (1995), Tailandia es uno de los ocho países en desarrollo cuyos regímenes comerciales han permanecido abiertos desde la posguerra<sup>92</sup>. En cualquier caso, el proteccionismo tailandés tradicionalmente se ha debido más a razones fiscales que a una estrategia industrializadora<sup>93</sup>. Pero ya a principios de los setenta aparece, de la mano del Banco Mundial y de algunos tecnócratas locales, el debate sobre si resulta conveniente poner en marcha una estrategia de industrialización (Phongpaichit, 1992). Así, en esa misma década ya se aprecia cierto esfuerzo liberalizador. No obstante, la oposición parlamentaria hizo fracasar la mayor parte de los proyectos de liberalización y sólo se aprobó una ligera disminución de los aranceles sin que se vieran afectadas las actividades más protegidas (entre las que destacaba la producción de automóviles). Es más, cada vez que se deterioraba el saldo comercial se recurría automáticamente a la elevación de los aranceles<sup>94</sup> (Phongpaichit, 1992; Chaponnière, 1995). La cuestión de la liberalización comercial vino acompañada de la cuestión de la promoción de las exportaciones. Al igual que lo ocurrido con el desarme arancelario, hubo más debate que resultados y, a pesar de la *Investment Promotion Act* de 1972, que tenía como objetivo fomentar las inversiones para la exportación, la promoción de exportaciones no resultaría efectiva hasta los años ochenta (como consecuencia, al

---

<sup>92</sup> Los otros siete son Barbados, Chipre, Hong Kong, Malasia, Mauricio, Singapur y la República de Yemen.

<sup>93</sup> En 1980, el 83% de los ingresos del gobierno provenía de la imposición indirecta, mucha de la cual consistía en aranceles y otras cargas sobre el comercio (Phongpaichit, 1992).

<sup>94</sup> Tras el déficit del 11% de 1978 se elevaron los aranceles de 141 productos; tras la segunda crisis del petróleo se elevaron los aranceles de ciertos productos hasta en un 10%; y a la vista de que el saldo comercial no mejoró en 1993, se elevaron más aún los aranceles (Phongpaichit, 1992).

menos en parte, de que durante los setenta la promoción de exportaciones no estuvo acompañada de una política industrial que la respaldara).

En Tailandia se produjo un segundo esfuerzo liberalizador a finales de los ochenta y principios de los noventa, que incluso alcanzó a la industria automovilística (que tradicionalmente había estado especialmente protegida). En los noventa dicho esfuerzo vino de la mano de Anand Panyarachun, quien dejó al margen a los militares que le habían otorgado el poder para llevar a cabo reformas liberalizadoras que anteriormente se habían visto paralizadas por diversas eventualidades políticas (Chaponnière, 1995). En definitiva, se redujeron los aranceles para la importación de bienes de capital (los aranceles sobre bienes de capital utilizados en las manufacturas se redujeron desde un 20% a un 5% en octubre de 1990, según Corbo y Hernández, 1994) y seguidamente de otros muchos productos, desde materias primas y bienes intermedios hasta productos terminados (Koenig, 1996). Como resultado de todo esto la media de los derechos de aduana cayó de un 14% en 1986 a un 9% en 1991 (Corbo y Hernández, 1994). Además, el creciente volumen de importaciones que se produjo desde mediados de los ochenta (cuadro 3.9) sugiere que el esfuerzo liberalizador supuso una efectiva reducción de la protección<sup>95</sup>. Con respecto al fomento de las exportaciones, destaca la constitución del *Export Promotion Committee*, presidido por el Primer Ministro y compuesto por miembros de la administración y de las empresas (como en Corea). Dicha institución no sólo pretendía promover la exportación financiada con capital local, sino también la exportación financiada con capital extranjero, por lo que desde mediados de los años ochenta llevó a cabo numerosas medidas de fomento de la IED, primero japonesa y luego coreana, taiwanesa e incluso estadounidense y europea (Phongpaichit, 1992).

En Malasia, como en Tailandia, el proteccionismo ha sido tradicionalmente moderado, incluso a pesar de la estrategia de ISI de los años sesenta. Igual que Tailandia, Malasia se encuentra entre los ocho países que, según Sachs y Warner

---

<sup>95</sup> Puede que sea necesario justificar por qué no se ofrecen aquí las tasas de protección efectiva para los países de Asia-3, en lugar de este no tan significativo índice de importaciones sobre el PIB. La razón principal es que no ha resultado posible encontrar dichas tasas para los países y período de tiempo del estudio; y, dado que la relevancia de la apertura comercial en este trabajo deriva fundamentalmente de su papel como factor *pull* del capital extranjero, se ha considerado innecesario realizar el esfuerzo de calcular el índice *ex profeso*.

(1995), mantuvo su sistema comercial abierto en la era posbélica. Por otra parte, con la *Investment Incentives Act* de 1968 se trató de promover la inversión extranjera orientada a la exportación mediante, por ejemplo, protección arancelaria selectiva o exenciones del pago de los impuestos de sociedades y de los aranceles a la importación para las empresas extranjeras que entraran en el país. En 1969 se creó el *Capital Investment Committee* (CIC), una de cuyas misiones era promover la inversión en sectores trabajo-intensivos orientados a la exportación. Y en 1970 se crearon zonas francas de exportación, igualmente para atraer inversión extranjera dispuesta a exportar. Pero a pesar de la pronta orientación exportadora de Malasia, el período de 1969 a 1979 fue de relativa protección (Lim, 1992).

En Malasia a principios de los años ochenta el giro hacia la industria pesada hizo que se aumentara aún más la protección arancelaria de ciertos sectores industriales, en una especie de involución hacia una estrategia de ISI<sup>96</sup>. Ante el fracaso de tal intento, se relajó la protección comercial a finales de los ochenta y, sobre todo, desde la implantación de la nueva política de desarrollo (NDP por sus siglas en inglés), en 1991, uno de cuyos logros fue la reducción de la protección a las manufacturas. La tasa efectiva real de la protección de las manufacturas, que aumentó del 25% a principios de los sesenta al 70% a principios de los setenta, cayó continuamente a partir de entonces, alcanzando valores menores al 30% a finales de los ochenta (Alavi, 1996). A mediados de los noventa, sólo el 3% de todas las partidas arancelarias estaban sujetas a licencias y el arancel nominal medio ponderado por el valor de las importaciones era del 15% (Athukorala y Menon, 1999). Véase, en el cuadro 3.9, cómo las importaciones relativas al PIB respondieron a la reducción de la protección desde 1988. Con respecto a la promoción de las exportaciones, en 1986 se estableció la *Promotion of Investment Act*, por la cual se reforzaban los incentivos a la entrada de IED orientada a la exportación. Por ejemplo, se desreguló en buena medida la participación en acciones del capital extranjero, sobre todo en las empresas de exportación (se permitió que el 100% de las acciones de las empresas de exportación perteneciera a no residentes). Asimismo, se promovieron las exportaciones industriales mediante

---

<sup>96</sup> Aunque la promoción desde instancias gubernamentales del desarrollo de ciertos sectores manufactureros se presentaba como un intento de emular a Japón y Corea, en la práctica la selección de proyectos de inversión estaba basada en criterios típicos de la ISI (Athukorala y Menon, 1999).

desgravaciones fiscales, créditos con tipos preferenciales, etc. (Plaza, 1995). Incluso se apoyó desde las instituciones el mantenimiento de bajos costes laborales para sostener la competitividad industrial y la atracción de capitales. Para ello se prohibieron los sindicatos en la industria de maquinaria eléctrica y electrónica hasta 1988; y se adoptó una actitud permisiva con la inmigración ilegal indonesia que amortiguaba la creciente escasez de mano de obra (Plaza, 1995).

En Indonesia los primeros movimientos hacia la reducción de controles sobre el comercio y hacia la eliminación del sistema múltiple de tipos de cambio impuesto por Sukarno se dieron con la llegada del Nuevo Orden de Suharto (a finales de 1966). En 1973 se revisaron los aranceles y se redujo la dispersión arancelaria. La proporción de partidas con aranceles superiores al 40% se redujo del 52% al 45%, aunque se establecieron derechos de aduana a tasas del 10 al 20% en muchos bienes intermedios y de capital que antes habían estado libres de derechos de aduana. Con la subida de los precios del petróleo de los años setenta, Indonesia obtuvo tales ganancias que se decidió proteger a las empresas nacionales, que podrían financiarse con los ingresos de las exportaciones de petróleo. Con respecto al fomento de las inversiones, destaca la *Foreign Investment Law* No. 1 de 1967 y la *Domestic Investment Law* No. 6 de 1968, así como la creación en 1973 de la *Investment Coordinating Agency* para otorgar las licencias de inversión, sobre todo en sectores prioritarios (Fane, 1999).

Se acaba de comentar que en Indonesia la autosuficiencia que las exportaciones de petróleo suponían hizo que se dejara de avanzar en la liberalización comercial. Entre 1982 y 1986 la protección se incrementó más todavía. Pero a mediados de los años ochenta se cambió de política comercial y se retomó la marcha hacia la liberalización comercial (abandonada en los años setenta). En 1985 comenzó la reordenación del sistema aduanero y en 1986 se abolieron cierto número de monopolios y de aranceles. La causa de este giro se encuentra sobre todo en la imposibilidad de mantener una estrategia de crecimiento con protección ante la caída de los precios del petróleo en 1986 (de 28 a 10 dólares el barril). El valor añadido cubierto por requerimientos de licencia de importación se redujo a casi la mitad desde 1986 y era a finales de los años noventa de sólo el 23% (Fane, 1999). Además, se produjo una aún mayor liberalización comercial a partir de 1995. Después de mayo de



ese año los únicos productos muy protegidos eran los vehículos de motor y sus componentes y las bebidas alcohólicas. Las importaciones relativas al PIB respondieron a la caída de la protección comercial en Indonesia, como se observa en el cuadro 3.9.

**Cuadro 3.9:**  
**Importaciones en Asia-3, 1980-1997 (% del PIB)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
<b>Tailandia</b>	30,37	30,12	24,63	27,27	26,17	25,94	23,57	28,33	34,40
<b>Malasia</b>	55,04	58,52	59,60	56,90	52,36	49,73	50,20	49,64	56,95
<b>Indonesia</b>	22,18	24,29	24,31	25,28	22,08	20,47	20,46	22,41	21,98

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Tailandia</b>	37,49	41,65	42,51	40,98	41,39	43,05	47,87	44,27	43,85
<b>Malasia</b>	66,87	74,26	82,86	75,47	82,14	92,97	99,44	91,10	93,48
<b>Indonesia</b>	23,14	26,00	26,98	27,07	23,77	25,37	27,65	26,44	28,23

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

En cuanto a la apertura comercial como factor explicativo de las entradas de capital en Asia-3, nótese que dicha apertura pudo atraer capital extranjero en general, e IED en particular, por la confianza que generara en los inversores extranjeros<sup>97</sup>. Pero la liberalización comercial también resultó incentivadora de la IED en la medida en que facilitaba que las empresas que se asentaran en Asia-3 importaran sin demasiadas trabas los productos necesarios para la actividad que llevaran a cabo. Además, como se ha visto, la liberalización comercial vino acompañada de una serie de medidas para fomentar la implantación de empresas extranjeras con orientación exportadora. Así, se atrajo IED interesada en utilizar Asia-3 como plataforma de exportación.

<sup>97</sup> Bien es cierto que la apertura comercial podría, asimismo, haber tenido el efecto contrario: la reducción de la entrada de IED por la caída de las *tariff-jumping investments*. No obstante, el volumen de tal tipo de inversiones en Asia-3 no era lo suficientemente elevado como para que su reducción equiparara el incremento de las entradas de capital que acompañó a la apertura comercial.

#### **b.4) La reforma financiera**

A lo largo de los años ochenta (sobre todo a finales) y a principios de los noventa, los países de Asia-3 llevaron a cabo una importante reforma financiera. Si se habla aquí de reforma, y no sólo de liberalización financiera, es porque a las habituales medidas de desregulación financiera interna y de apertura de la cuenta de capital (que constituyen la liberalización) se sumaron otras (esfuerzos por reducir el sector financiero informal e introducción de algunas medidas de regulación y supervisión) que hacen que el término “reforma” sea más conveniente que el término “liberalización”. Véase, de nuevo, el gráfico 1.1, que ilustra los distintos elementos que componen la reforma financiera.

La reforma financiera estuvo impulsada por dos fuerzas que se complementaron. Por una parte, la presión externa en ese sentido: el paradigma dominante en los años ochenta, favorable a cualquier política acorde con el predominio del mercado como asignador de recursos, impulsó la reforma financiera de Asia-3 y la de muchas otras economías en desarrollo. De hecho, algunos análisis encuentran en las presiones del FMI y del Banco Mundial una de las principales causas de la reforma financiera de estos países en desarrollo (Banco de Japón, 1990). Por otra parte, la intención de aumentar el crecimiento económico mediante una IOE: gracias a la reforma financiera se mejoraría la canalización del ahorro, tanto nacional como extranjero, hacia inversiones productivas. Por todo esto se puede concluir que la reforma vino promovida “desde arriba” (Banco de Japón, 1990, pág. 14), desde las instituciones, para intentar solventar dificultades económicas; al contrario de lo que había pasado en países desarrollados, donde la liberalización se generó por necesidades del sector privado<sup>98</sup>.

La reforma financiera se llevó a cabo en Malasia y en Indonesia de forma más temprana que en Tailandia, donde la reforma fue más tardía y progresiva, hasta su aceleración a principios de los años noventa. Dicha aceleración se debió a cierta esperanza en que Tailandia se convirtiera en un importante centro financiero, pero

---

<sup>98</sup> El Banco de Japón (1990) se refiere a la desregulación de tipos de interés pero cabe considerar que el razonamiento es aplicable al resto de las medidas de reforma adoptadas.

sobre todo al apoyo recibido en ese sentido del FMI (véanse los informes de Byeon *et al.*, 1991, y Dicks-Mireaux *et al.*, 1996, favorables a la liberalización financiera en este país). En Malasia la reforma se dio, sobre todo, desde 1979-80. Y en Indonesia a raíz de la crisis de 1982. En 1983 se puso en marcha un primer paquete de medidas encaminadas a desregular el sector financiero interno, denominado PAKJUN 1. Un segundo paquete, que constaba de medidas para promover la competencia, se puso en marcha en 1988, bajo el nombre de PAKTO 27.

A continuación se describen las distintas medidas llevadas a cabo en los distintos países. Los tres primeros puntos (desregulación de los tipos de interés, medidas de fomento de la competencia y estímulo de los mercados financieros) se refieren a medidas de desregulación del sistema financiero interno; el cuarto trata la apertura de la cuenta de capital y eliminación de los controles de cambios; y los dos últimos (contracción del sector financiero informal y mejora de la regulación y supervisión de las instituciones financieras) son medidas propias de una reforma financiera más amplia que la mera liberalización.

### **Desregulación de los tipos de interés y del crédito**

Antes de los años ochenta los países de Asia-3 tenían regulaciones sobre los tipos de interés. Habitualmente dichas regulaciones tenían la forma de techos a los tipos de interés de los depósitos y de los préstamos de los bancos comerciales (las instituciones financieras no bancarias –IFNB– estaban normalmente menos reguladas). El objetivo de tales techos era, sobre todo, favorecer la inversión, especialmente en los sectores preferentes. La contrapartida negativa de la regulación de los tipos de interés era que promovía la desintermediación financiera, lo cual dificultaba el manejo de la política monetaria y la canalización del ahorro hacia la inversión. Además, los bancos solían compensar la falta de beneficios que los bajos tipos de interés implicaban mediante el cobro de distintos tipos de cuotas, no sujetas al control de los gobiernos, lo cual encarecía la intermediación entre ahorradores e inversores.

Aparte del control sobre los tipos de interés existía el control directo del crédito, mediante la imposición de techos al crecimiento del crédito bancario y mediante asignación sectorial del crédito (a través de préstamos otorgados directamente por el banco central, de facilidades de refinanciación a sectores preferentes o de objetivos de préstamos para los bancos comerciales). Esta asignación o control del crédito resultó ser eficiente en muchos casos para financiar sectores preferentes, pero tuvo la contrapartida de que promovía la desintermediación financiera y, en ocasiones, la financiación de proyectos no rentables que cargaban a los bancos con préstamos impagados. Por otra parte, una forma indirecta de controlar el crédito consistía en la imposición de altos requerimientos de reservas, lo que funcionaba como un impuesto implícito sobre los bancos comerciales. Una vez más esto podía conducir a la desintermediación bancaria y a la consiguiente pérdida de control del gobierno sobre la política monetaria.

Los países de Asia-3 eliminaron tanto la regulación de los tipos de interés como el control (directo e indirecto) del crédito. La desregulación de los tipos de interés, en concreto, fue una de las medidas principales de la reforma financiera. En Tailandia, como en Malasia, dicha desregulación se dio de forma progresiva (ajustes cada vez más frecuentes de los tipos de interés, bandas más anchas para los tipos regulados y eliminación de algunos techos). En Tailandia se eliminaron en 1989 los techos a los tipos de interés de los depósitos a más de un año de los bancos comerciales; en 1990 ya se habían eliminado los techos para los tipos de interés de todo tipo de depósitos; y en 1992 se eliminaron los techos a los tipos de interés de los préstamos. Malasia había liberalizado los tipos de interés de todos los depósitos y préstamos de los bancos comerciales tan temprano como en 1978 (Banco de Japón, 1990), pero se reimpusieron ciertos controles a mediados de los años ochenta, que se eliminarían totalmente en 1991. En Indonesia, en 1983, se desregularon completamente los tipos de interés de depósitos y préstamos de los bancos estatales en Indonesia (los de los bancos privados ya habían sido liberalizados anteriormente), como parte del paquete de desregulación del sector financiero denominado PAKJUN 1.

El efecto más inmediato de la desregulación de los tipos de interés en estos países fue el crecimiento de los tipos de interés nominales. Dicho incremento se

trasladó a un aumento de los tipos de interés reales, que pasaron a ser positivos (no lo habían sido durante la década de los setenta). Algunos estudios empíricos (por ejemplo, Mahar y Williamson, 1998) concluyen que, efectivamente, los tipos de interés reales suelen crecer tras la liberalización financiera y que en algunos casos —como el de Tailandia y Malasia— este crecimiento fue particularmente notable.

Estos países redujeron o eliminaron los techos al crédito, así como disminuyeron los requerimientos de reservas. Por ejemplo, en Indonesia se redujeron los requerimientos de reservas del 15 al 2% en 1988 (Abdusalamov y Montes, 1998). Además, se fue reduciendo la asignación sectorial del crédito: en Tailandia el gobierno eliminó gradualmente el crédito dirigido a partir de 1980; durante los años ochenta en Malasia se fue eliminando la disposición de 1975 por la que el 50% de los préstamos había de dirigirse a sectores preferentes; y en el paquete de reformas indonesio de 1983 se incluyó el abandono de los techos selectivos al crédito y la reducción progresiva de la proporción de créditos preferentes sobre el total de créditos bancarios (Mahar y Williamson, 1998).

**Cuadro 3.10:**  
**Desregulación del crédito en Asia-3**

	<b>Desregulación de i</b>	<b>Otras medidas de desregulación del crédito</b>
<b>Tailandia</b>	1989: i de depósitos a más de un año de bancos comerciales 1990: i de todos los depósitos de bancos comerciales 1992: i de préstamos	Años 80: Reducción del crédito dirigido
<b>Malasia</b>	1973: i de depósitos de compañías financieras 1978: i de depósitos y préstamos de bancos comerciales	Años 80: Reducción del crédito dirigido
<b>Indonesia</b>	1983: i de depósitos y préstamos de bancos estatales	1983: Reducción del crédito dirigido 1988: Reducción requerimientos de reservas

## **Estímulo de la competencia**

Antes de la reforma existía escasa competencia entre las instituciones financieras. Tres eran las fuentes de este hecho. En primer lugar, la estricta regulación o prohibición del establecimiento de nuevos bancos, lo que implicaba que existieran pocos bancos, muchos de los cuales estaban controlados por el Estado. Por ejemplo, en Tailandia los quince bancos comerciales existentes poseían, en 1990, el 95% de los activos bancarios del país, y tres de ellos estaban controlados por el Estado, los militares y la corona respectivamente (Lauridsen, 1998); en Malasia los tres bancos más grandes controlaban el 40% de los préstamos de todos los bancos comerciales; y en Indonesia cinco bancos estatales controlaban el 60% de dichos préstamos (Banco de Japón, 1990). Asimismo, muchos de los grandes bancos estaban vinculados a grupos empresariales, lo que implicaba que, además de haber pocos bancos, la movilidad de los clientes entre esos bancos era escasa. Una segunda razón de que hubiera poca competencia en los sistemas financieros de Asia-3 era la existencia de restricciones a la participación en el mercado de bancos extranjeros. Y la tercera fuente de la falta de competencia era la segmentación del mercado en grupos de bancos especializados en distintas áreas de negocio, los cuales tenían restringida la operación en las demás áreas de negocio. Estos tres tipos de restricciones obviamente pretendían proteger a los depositantes de las imperfecciones del mercado, mantener la confianza en la estabilidad del sistema financiero y dotar de crédito suficiente a los sectores prioritarios pero, como contrapartida, se lograba restringir la competencia en el sistema financiero.

Para promover la competencia en el sector financiero se adoptaron tres grupos de medidas, dirigidas a acabar con los tres tipos de restricciones mencionadas. Para acabar con la estructura oligopolista y estatalizada del sistema financiero de estos países se permitió el establecimiento de nuevos bancos, así como de IFNB, y se produjeron privatizaciones de bancos estatales. En Tailandia destaca la relajación de los requisitos para la apertura de sucursales de bancos nacionales, que se produjo en 1986, y el permiso a las compañías financieras (i.e. de seguros) para establecerse fuera de Bangkok, en 1995 (Mahar y Williamson, 1998). En Indonesia se relajaron las condiciones para el establecimiento de sucursales y se permitió la apertura de nuevos

bancos desde octubre de 1988, como parte del paquete denominado PAKTO 27, destinado a aumentar la competencia en el sector financiero. En Malasia, en cambio, no se permitió la apertura de nuevos bancos comerciales hasta algo más tarde (Mahar y Williamson, 1998). Con respecto a las privatizaciones, en Tailandia la participación del Estado en el total de activos del sector financiero se redujo hasta que en 1994 fue de tan sólo un 7%; y en Malasia dicha participación fue del 8% en ese mismo año (estimaciones del BPI, varios años), aunque el Estado siguió siendo el principal accionista del banco más grande del país y poseía la totalidad del segundo banco más grande del país.

Sirvan los siguientes ejemplos para ver que la disminución de restricciones a la participación en el mercado, tanto para los bancos como para las IFNB, tuvo como resultado una importante expansión del sistema financiero en los países de Asia-3: el número total de bancos en Indonesia pasó de 124 (con 2.044 oficinas) en 1988 a 158 en 1989 y a 244 (con 6.090 oficinas) en 1994 (Abdusalamov y Montes, 1998); en Tailandia, a finales de 1989, las IFNB contaban ya con el 30% de los activos de todas las instituciones financieras; y en Malasia, a finales de 1987, contaban con el 31% (Corker y Tseng, 1991).

Con respecto a la eliminación de restricciones a la participación de instituciones financieras extranjeras, se aprecia cierto movimiento en este sentido desde 1985. Los objetivos de dicha desregulación eran promover la competencia, como ya se ha indicado, pero también satisfacer las necesidades financieras de las empresas extranjeras y consiguientemente atraer IED (en empresas financieras y no financieras). En Tailandia se relajaron los controles sobre el establecimiento de sucursales de bancos extranjeros en diciembre de 1988 (dicho establecimiento había estado prohibido desde 1978). En Indonesia, a finales de los ochenta, se permitió la entrada de capital extranjero para el establecimiento de entidades financieras conjuntamente con capital nacional, después de 20 años de restricciones (la última constitución de bancos extranjeros se había permitido en 1968). Asimismo, se permitió la operación de entidades financieras extranjeras en distintas áreas de negocio y la apertura de sucursales en diversas ciudades, sobre todo para fomentar la IED en regiones más allá de Jakarta. Se puede afirmar que en Malasia la actitud de las autoridades fue algo más

restrictiva, a la vista de que no se dieron nuevas licencias a bancos extranjeros desde 1973 (Mahar y Williamson, 1998).

Los resultados más palpables de esta desregulación de las actividades de los bancos extranjeros fueron que en Tailandia, en 1989, de los 30 bancos comerciales que estaban operando, 16 eran nacionales y 14 eran sucursales de bancos extranjeros; en Malasia, 16 de los 38 bancos comerciales que operaban en 1992 eran extranjeros (BAsD, 1992); y en Indonesia, a finales de febrero de 1990, 11 bancos con participación del capital extranjero habían empezado a operar o habían obtenido la licencia para hacerlo (Banco de Japón, 1990). El origen de los bancos o sucursales que se abrieron en los países de Asia-3 era Japón y EE.UU., primero, y algo más tarde también Europa.

En relación con la reducción de restricciones sobre las operaciones bancarias, cabe destacar la relajación de las condiciones para el establecimiento de sucursales, para la realización de operaciones *off-premise* (operaciones que no se realizan en los locales de la empresa), para la prestación de servicios financieros individuales y para la ampliación de los horarios de apertura. En Tailandia, en el año 1987, se permitió la realización de ciertas operaciones *off-premise*, la aceptación de depósitos de instituciones religiosas y la expansión del área de negocio de los bancos comerciales. En 1990 se autorizó a dos bancos comerciales a operar siete días a la semana. En 1991 se permitió a las empresas financieras realizar operaciones de *leasing*. En 1992 se les dio autorización para actuar como agentes de venta de bonos públicos; proveer de servicios de información sobre cuestiones económicas, financieras y de inversión; y aconsejar a empresas que quisieran estar cotizadas en el mercado de valores. Y en 1993 se permitió la expansión de las operaciones de los bancos comerciales (Alba *et al.*, 1999). En Malasia, a partir de 1988, fue posible la emisión de certificados de depósito negociables cuyos tipos de interés nominales eran revisados cada tres o seis meses (Banco de Japón, 1990), y se permitió la apertura de cuentas en moneda extranjera en determinados bancos nacionales en 1994 (Mahar y Williamson, 1998). En Indonesia, a partir de 1988, los bancos pudieron aceptar depósitos de ahorro (antes limitados a los bancos estatales y a los bancos comerciales privados). Además, se dejó que los bancos privados aceptaran depósitos de empresas públicas; se permitió a las IFNB



emitir certificados de depósito; y se dejó que las instituciones financieras realizaran operaciones de *leasing*, seguros, *factoring*, entre otras (Banco de Japón, 1990).

Evidentemente todas estas medidas de desregulación de las actividades de las instituciones financieras traerían consigo una mayor competencia en el sector financiero, pero también algunas dificultades. En primer lugar, no había personal cualificado suficiente para hacerse cargo de todas las nuevas instituciones financieras y/o de las nuevas actividades de las mismas. En segundo lugar, se generó una creciente dificultad para las autoridades de supervisar el funcionamiento de dicho sector. Se verá que se hicieron algunos esfuerzos en el sentido de imponer nuevas regulaciones y mecanismos de supervisión que permitieran minimizar los peligros que el nuevo sistema financiero podía engendrar. Pero también se verá que esos esfuerzos fueron, sin duda, insuficientes y que los países de Asia-3 se encontraron con que la desregulación había dado lugar a un sistema financiero difícil de controlar y que efectivamente generaba algunas deficiencias financieras importantes.

**Cuadro 3.11:**  
**Estímulo de la competencia en Asia-3**

	Nuevos bancos y sucursales permitidos	Bancos y IFNBs extranjeros permitidos	Más operaciones permitidas
<b>Tailandia</b>	1986: Nuevas sucursales. 1995: Compañías financieras fuera de Bangkok.	1988: Sucursales de bancos extranjeros.	1987: Más operaciones <i>off-premise</i> fuera de los horarios habituales. Aceptación de depósitos de instituciones religiosas. Expansión del área de negocio de bancos comerciales. 1990: Operaciones los siete días de la semana (dos bancos comerciales). 1991: Operaciones de <i>leasing</i> . 1992 y 1993: Más operaciones permitidas.
<b>Malasia</b>			1988: Certificados de depósito negociables. 1994: Apertura de cuentas en moneda extranjera.
<b>Indonesia</b>	1988: Nuevos bancos. Nuevas sucursales.	1988: Empresas financieras conjuntas. Sucursales de bancos extranjeros en más ciudades.	1988: Recepción de depósitos de ahorro por parte de todos los bancos. Admisión por parte de bancos privados de depósitos de compañías públicas. Emisión por parte de las IFNB de certificados de depósito. Más operaciones permitidas.

## **Fomento del desarrollo de los mercados de capital**

Dentro de los mercados financieros se puede distinguir entre mercados de dinero, mercados de capital (de acciones y de bonos) y mercados de divisas (BAsD, 1993). Este apartado se va a concentrar, sobre todo, en los segundos; mientras que el apartado siguiente se centrará en los mercados de divisas.

Los mercados de dinero y capitales (acciones y bonos) estaban infradesarrollados antes de la reforma financiera, lo cual dificultaba el traspaso de fondos de los ahorradores a los inversores. Por una parte, las necesidades de financiación a corto plazo del sector no bancario no se veían cubiertas debido al escaso desarrollo de los mercados de dinero; y, por la otra, las necesidades de financiación a largo plazo tampoco se veían cubiertas por la falta de desarrollo de los mercados de acciones y bonos. Además, la política monetaria estaba restringida en el sentido de que las autoridades monetarias tenían que utilizar instrumentos directos de control de crédito ante la dificultad de utilizar instrumentos indirectos como las operaciones de mercado abierto.

A principios de los ochenta los mercados de dinero crecieron en importancia en los países del sudeste asiático, a pesar de lo cual siguieron estando infradesarrollados. El inicial desarrollo de los mercados de dinero fomentó el uso de nuevos instrumentos financieros, como obligaciones del banco central o del gobierno, certificados de depósito, etc.

Con respecto a los mercados de acciones de Asia-3, destaca que en la segunda mitad de los años ochenta se produjo una expansión considerable de los mismos (véase, como ejemplo, el cuadro 3.12, sobre el desarrollo de la bolsa). Tal evolución respondió a la acumulación de activos financieros y a los beneficios empresariales resultantes del desarrollo económico, pero también a las medidas gubernamentales. Dichas medidas fueron el estímulo de la demanda y de la oferta de acciones y las mejoras en los sistemas de funcionamiento de los mercados de acciones.

**Cuadro 3.12:**  
**Desarrollo de los mercados bursátiles en Asia-3, 1985-1989**

		Dic. 1985	Sep. 1989	Crecimiento (%)
<b>Tailandia</b>	Número de compañías listadas	100	159	59,00
	Capitalización del mercado (mill. \$)	7.381	139.676	1.792,37
<b>Malasia</b>	Número de compañías listadas	222	245	10,36
	Capitalización del mercado (mill. \$)	16.229	33.851	108,58
<b>Indonesia</b>	Número de compañías listadas	24	32	33,33
	Capitalización del mercado (mill. \$)	117	1.018	770,09

Fuente: Banco de Japón (1990), cuadro 10.

Con respecto al estímulo de la demanda de acciones, éste se produjo mediante diversas medidas. Por una parte, a finales de los años ochenta se crearon fondos de inversión en acciones para no residentes, que contaban con tratamiento favorable (fiscal y de control de cambios), denominados fondos-país (*country funds*). Antes de la implantación de esos fondos-país la compra de acciones por parte de inversores extranjeros no estaba permitida en ninguno de los países que aquí se analizan. Por otra parte, se fomentó de forma más directa la compra de acciones por parte de agentes tanto nacionales como extranjeros. Por ejemplo, en la reforma de 1983, las autoridades indonesias eliminaron las políticas fiscales que favorecían la toma de préstamos bancarios frente a la compra de acciones y bonos; y en 1989 permitieron la compra por parte de extranjeros de hasta el 49% de los títulos emitidos por las empresas que cotizaban en bolsa (Abdusalamov y Montes, 1998).

Al igual que se promovió la demanda de acciones, se promovió su oferta. Las empresas nacionales no estaban acostumbradas a financiarse mediante la emisión de acciones, sino mediante el recurso al crédito bancario (normalmente de bancos del mismo grupo empresarial al que la empresa pertenecía). Por ello, para desarrollar los mercados de acciones, se tuvo que fomentar, a finales de los ochenta, la salida de las empresas a bolsa. Por ejemplo, la privatización de empresas estatales se vio como una forma de aumentar el número de empresas que cotizaban y, de hecho, muchas de las empresas privatizadas a finales de la década pasaron a formar parte de los índices de

cotización bursátil. En Tailandia el número de empresas que cotizaban en bolsa pasó de ser de unas 100 a finales de 1985 a 159 en septiembre de 1989. En Malasia, en 1990, se desvinculó la bolsa de Kuala Lumpur de la de Singapur, con lo que se prohibió que las empresas que cotizaran en Kuala Lumpur lo hicieran en Singapur. Pero ya antes de que se adoptara esta medida, el número de empresas que cotizaban en bolsa había pasado de 222 (diciembre de 1985) a 245 (septiembre de 1989). En Indonesia, mientras que a finales de 1985 sólo había 24 compañías que cotizaran en bolsa, en septiembre de 1989 ya había 32, y en 1991 más de 130 y otras 50 estaban a la espera para cotizar (Banco de Japón, 1990; BAsD, 1992).

Además de que se intentó incrementar la demanda y la oferta de acciones, se pretendió mejorar los sistemas de funcionamiento de los mercados de títulos. Por ejemplo, en Tailandia se informatizaron las compras y ventas de acciones y se promovió la creación de mercados *over the counter* (OTC) y de futuros financieros; en Malasia se informatizó el mercado de valores en 1990 y se estableció una segunda mesa de negociaciones; y en Indonesia se establecieron un mercado OTC y mercados de valores privados locales –por ejemplo, en 1989 se estableció la bolsa de valores de Surabaya– (Banco de Japón, 1990).

Con respecto a los mercados de bonos, cabe destacar que a finales de los años ochenta estaban incluso menos desarrollados que los mercados de acciones. Entre ellos se encuentran los mercados secundarios de deuda pública que, al no estar suficientemente desarrollados, dificultaban que los gobiernos se financiaran con deuda pública nacional en lugar de recurrir a los préstamos extranjeros. Para fomentar el desarrollo de los mercados de bonos se llevaron a cabo diversas medidas en los países de Asia-3. Sirva como ejemplo el caso de Malasia, donde se produjo una ampliación, en 1986, del espectro de vencimientos de los bonos públicos; se ofrecieron, a partir de 1989, títulos gubernamentales mediante subasta; se introdujo, ese mismo año, un sistema de agentes de venta directos similar al estadounidense; y se implantó, en 1990, un sistema de transacción de valores sin certificado (Banco de Japón, 1990). El desarrollo de los mercados de bonos facilitaría las operaciones de esterilización que, como se verá, se llevaron a cabo para evitar los efectos de la entrada de capitales sobre el tipo de cambio real.

Los resultados más positivos del desarrollo de los mercados de capitales serían una mejor canalización del ahorro, tanto nacional como extranjero, hacia la financiación de las empresas y del sector público. Pero se verá enseguida que la contrapartida fue que supuso un incentivo más para la entrada de capital extranjero (más concretamente, de capital en cartera, que es capital volátil); y que el capital extranjero redundaría en ciertos problemas de recalentamiento y fragilidad financiera.

### **Cuadro 3.13: Fomento del desarrollo de los mercados de capitales en Asia-3**

<b>Fomento del mercado de acciones</b>	<b>Fomento del mercado de bonos</b>
<i>Incentivos a la demanda de acciones:</i>  1983 en Indonesia: Eliminación de los incentivos en contra de la compra de acciones  Finales de los 80 en Asia-3: Creación de los fondos-país	Finales de los 80 en Asia-3: Desarrollo de los mercados de deuda pública  1986 en Malasia: Ampliación del espectro de vencimiento de los bonos públicos
<i>Incentivos a la oferta de acciones:</i>  Finales de los 80 en Asia-3: Fomento de la salida de empresas a bolsa  1990 en Malasia: Desvinculación de la bolsa de Kuala Lumpur de la de Singapur	1989 en Malasia: Incremento de la oferta de títulos públicos; introducción de un sistema de agentes de venta directos  1990 en Malasia: Introducción de un sistema de transacción de valores sin certificado
<i>Mejora de los sistemas de negociación:</i>  1988 en Tailandia: Informatización de la negociación; creación de mercados OTC y futuros  1990 en Malasia: Segunda mesa de negociaciones; informatización de la bolsa  1988 en Indonesia: Creación de mercados OTC  1989 en Indonesia: Primera bolsa privada (Surabaya)	

### **Relajación de los controles de cambios y apertura de la cuenta de capital**

Los flujos internacionales de capital, antes de la reforma financiera, estaban controlados para aislar los tipos de interés y las condiciones monetarias nacionales de las influencias externas, así como para favorecer el mantenimiento de tipos de cambio fijos. Una parte muy relevante de la reforma financiera consistió precisamente en la

apertura de la cuenta de capital y en la desregulación del mercado de divisas. La apertura vino acompañada, además, por incentivos a la entrada de capital extranjero.

En Tailandia a principios de los ochenta las entradas de capital estaban casi totalmente liberalizadas, mientras que se mantenían algunos controles sobre las salidas (sobre la repatriación de intereses, dividendos y principal de la inversión en cartera). Además los préstamos de extranjeros a residentes estaban permitidos pero controlados por el Banco de Tailandia (Alba *et al.*, 1999). A mediados de los años ochenta se liberalizó la entrada de capital a largo plazo; y en los noventa la entrada de capital a corto plazo y la salida de capital (Mahar y Williamson, 1998). De hecho, fue en 1990 cuando se firmó el artículo VIII, secciones 2, 3 y 4, del FMI, por el que este país se comprometía a no limitar los movimientos de capital asociados a movimientos de la balanza por cuenta corriente.

Pásele ahora a ver las principales medidas que acompañaron a la apertura de la cuenta de capital y que fomentaron la entrada de capital extranjero de uno u otro tipo. Para permitir y favorecer la entrada de IED en particular, se enmendó, en 1991, la *Investment Promotion Act* de forma que ésta incluyera mayores incentivos a la IED y se autorizó la propiedad totalmente extranjera de las empresas que exportaran toda su producción. Con respecto a la IC, en 1986, se redujeron los impedimentos a la entrada de IC; y en 1991 y 1992 se llevaron a cabo modificaciones fiscales que suponían un trato especialmente favorable para los dividendos, intereses y ganancias de capital de los inversores extranjeros. Finalmente, por lo que se refiere a la atracción de OI, destaca la creación del *Bangkok International Banking Facility* (BIBF) en 1993, que era un mercado financiero *offshore* con condiciones fiscales y de regulación ventajosas. Tal institución tenía como objeto suministrar préstamos en divisas a empresas de otros países de la región (actividad *out-out*) y promover el desarrollo de Bangkok como centro financiero regional. No obstante, en lugar de servir el BIBF para que se intensificara la actividad *out-out* —para la que la institución estaba concebida—, sirvió para que se intensificara la competencia en los préstamos hacia el interior del país (que anteriormente habían sido otorgados, sobre todo, por los principales bancos comerciales nacionales). A modo de ejemplo: en 1996, de los 50.000 millones de dólares de préstamos gestionados a través del BIBF, 30.000 fueron transacciones *out-in*

(Alba *et al.*, 1999). Recuérdese, además, que los préstamos extranjeros a instituciones financieras robaron peso relativo a los préstamos extranjeros a empresas precisamente a partir de 1993 –a partir de la creación del BIBF–, lo que asimismo sugiere el papel de tal institución en la atracción de OI a Tailandia. Lo que resulta aún más interesante es que el BIBF no estaba autorizado a prestar en baht al mercado interior. Así, los capitales en forma de préstamos que esta institución canalizaba hacia el mercado tailandés estaban denominados en divisas, y no en moneda nacional.

En Malasia las transacciones relacionadas con movimientos de la cuenta corriente estaban liberalizadas desde 1968 (cuando se firmó el artículo VIII, secciones 2, 3 y 4, del FMI). A principios de los ochenta casi no había restricciones sobre las transacciones internacionales de capital no financiadas con préstamos locales (Banco de Japón, 1990). Pero, en términos generales, las autoridades de Malasia fueron más cautelosas que las de los países vecinos a la hora de abrir la cuenta de capital y ofrecer incentivos a la entrada de fondos extranjeros. De hecho, se mantuvieron mucho después del comienzo de la reforma financiera algunas restricciones a los movimientos de capital. Por ejemplo, a principios de los noventa seguían prohibidos los contratos *forward* en divisas asociados a transacciones de capital, así como la posesión por parte de los residentes de depósitos en divisas dentro del país (Banco de Japón, 1990). Asimismo, el banco central había de aprobar la toma de préstamos en moneda extranjera superiores a cinco millones de ringgit por parte de compañías privadas; y dichas compañías no tenían permitido la recepción de préstamos externos para la financiación de adquisiciones en el sector de la propiedad. En general, parece que se llevó a cabo una política de apertura más consciente de los peligros de una mala asignación de los fondos extranjeros (Khor, 1999).

Con respecto al fomento a la entrada de unos y otros tipos de capital, cabe destacar, en primer lugar, la relajación de las restricciones a la IED a mediados de los ochenta. La IED en Malasia, como se vio anteriormente, supuso una proporción particularmente notable de las entradas totales de capital. Esto se debió, desde luego, a la apertura de la cuenta de capital, pero sobre todo a políticas de otra naturaleza que no corresponde abordar aquí (políticas comerciales, de trabajo, industriales...). También a mediados de los años ochenta se relajaron los controles sobre la IC (Mahar y

Williamson, 1998). Esta relajación de controles, sumada a las medidas adoptadas en pro del desarrollo de la bolsa (que se comentaron anteriormente), condujeron a que, a mediados de 1997, hasta un cuarto de las acciones de la bolsa de Kuala Lumpur fueran propiedad de no residentes, sobre todo de instituciones de inversión extranjeras (Jomo, 1998). Finalmente, las OI se vieron especialmente favorecidas por la creación, en 1990, del *Labuan International Offshore Financial Centre* (IOFC) que, ofreciendo ventajas de regulación y fiscales, canalizó préstamos extranjeros hacia el mercado de Malasia (Jomo, 1998).

En Indonesia a principios de los ochenta las restricciones a los movimientos de capital estaban virtualmente eliminadas. De hecho, ya desde principios de los setenta la cuenta de capital estaba bastante abierta: los indonesios podían comprar activos financieros denominados en moneda extranjera y podían abrir cuentas bancarias en Singapur y cuentas en dólares en los bancos indonesios de Jakarta (Abdusalamov y Montes, 1998). No obstante, durante la década de los setenta, al igual que se frenó el proceso de apertura comercial, se frenó la apertura financiera, ante la relativa autonomía financiera que ofrecieron las exportaciones de petróleo durante esos años. La caída de los precios del petróleo de 1986 hizo que Indonesia tuviera que reemprender el proceso de apertura de la cuenta de capital (Fane, 1999). Como ejemplo de este nuevo impulso liberalizador, cabe mencionar la firma, en 1988, del artículo VIII, secciones 2, 3 y 4, del FMI, por el cual, entre otras cosas, no podían imponerse restricciones a los pagos y transferencias por transacciones internacionales corrientes.

Las regulaciones sobre la IED en Indonesia se relajaron en 1992 (Mahar y Williamson, 1998) y en 1994 el gobierno simplificó, mediante diversas medidas (Tang y Villafuerte, 1995), los procedimientos para la entrada de este tipo de capital. Con el ánimo de promover la atracción de fondos extranjeros en forma de OI (a largo y medio plazo) se extendió, en 1988, de seis meses a tres años el plazo máximo para los *swaps* de divisas. Además los tipos de interés de los *swaps* pasaron de ser fijos a ser flexibles (y vinculados a los tipos internacionales). Asimismo, se eliminaron los techos a los empréstitos *offshore*, que fueron sustituidos por un sistema de posiciones abiertas netas (*Net Open Positions*, NOP), como explican Abdusalamov y Montes (1998).



Resumiendo: si bien en estos países las restricciones a los movimientos de capitales no eran tradicionalmente tan elevadas como en otros países en desarrollo, se produjo una mayor apertura de la cuenta de capital desde mediados de los años ochenta. Además, esta mayor apertura vino acompañada de diversas medidas específicas de atracción de unos u otros tipos de capital extranjero (IED, IC y OI).

### **Contracción del mercado financiero informal**

El sector financiero informal habitualmente tiene un papel importante en los países en desarrollo. En Banco de Japón (1990) se citan algunos estudios que apuntan que en los países en desarrollo asiáticos el crédito informal alcanzaba, a finales de los años ochenta, la mitad del crédito rural y una parte importante del urbano. Los países del sudeste asiático no eran una excepción: las *rotating savings and credit associations* (ROSCA) eran muy populares en Asia-3: *chit-fund* (*pia huey*) en Tailandia y *arisan* en Indonesia. En las ciudades el crédito a corto plazo se obtenía de prestamistas informales y en las zonas rurales los granjeros tomaban prestado a corto plazo de los mismos terratenientes. Ante el escaso desarrollo de los mercados de dinero y ante la concentración geográfica del crédito formal resulta comprensible la proliferación del crédito informal.

Algunas de las medidas mencionadas anteriormente contribuyeron a reducir el sector informal. Recuérdese, por ejemplo, la ampliación del permiso para abrir sucursales que se otorgó a los bancos nacionales y extranjeros en pro de una mayor competencia. Pues bien, muchas de esas sucursales se abrirían en regiones donde hasta entonces no estaba permitido abrirlas y en las que, por tanto, el sector informal dominaba el panorama financiero.

### **Mejora de la regulación y supervisión de las instituciones financieras**

No debe confundirse la regulación y supervisión destinada a controlar el sistema financiero por motivos de política económica (no exclusivamente financiera), que es la que existía en Asia-3 (y muchos otros países en desarrollo) antes de la liberalización financiera, con la regulación y supervisión destinada a que esa liberalización financiera

no redunde en prácticas peligrosas para la estabilidad financiera, que es a la que este apartado se refiere.

Mientras hubo controles a los tipos de interés, asignación directa del crédito, restricciones a las transacciones internacionales de capital extranjero y demás controles que constituyen la regulación del primer tipo (regulación por motivos de política económica), no fue tan necesaria una regulación y supervisión del sector financiero del segundo tipo (controles para evitar la inestabilidad financiera). Pero una vez que se puso en marcha el proceso de desregulación y apertura, el sistema financiero sufrió numerosos cambios<sup>99</sup> que harían indispensable ese nuevo sistema de regulación y supervisión, y más aún dado que esos cambios se dieron tan rápido como para que no diera tiempo a que los trabajadores se formaran lo suficiente como para saber “hacer funcionar” el nuevo sistema financiero.

Aunque la necesidad de regular y supervisar el sistema financiero fue más claramente percibida después de que estallaran las crisis de 1997, se dieron algunos pasos en este sentido antes de tal fecha. Algunos factores que promovieron esos pasos fueron la imposición en cada vez más países de los estándares del BPI, la necesidad de proteger a los medianos ahorradores que estaban empezando a invertir sus ahorros y la alerta derivada de las crisis bancarias sufridas por algunos de estos países en los años ochenta (Tailandia en 1983-85 y Malasia en 1985). Véanse ahora, brevemente, algunos ejemplos de los logros en materia de regulación y supervisión que acompañaron a la liberalización financiera. Más adelante (al estudiar las políticas para evitar la fragilidad financiera en Asia-3) se analizará cómo esos logros no fueron suficientes.

En 1979 se dieron los primeros pasos en pro de un sistema de regulación y supervisión del sistema financiero en Tailandia. El *Commercial Banking Act* de ese año establecía los primeros controles formales sobre compañías financieras y endurecía la

---

<sup>99</sup> Estos cambios, consecuencia de las distintas medidas de liberalización, ya han sido mencionados anteriormente: libertad para el establecimiento de los tipos de interés y para la asignación del crédito, crecimiento del número de bancos, diversificación de las operaciones de todas las instituciones financieras, expansión de los mercados de acciones y bonos, canalización de fondos extranjeros de todo tipo...

regulación bancaria. Algo más adelante, la crisis financiera de 1983-85 condujo a la imposición de nuevas medidas: por ejemplo, se estableció un fondo para la rehabilitación y desarrollo de instituciones financieras, que se financiaba con contribuciones de todas las instituciones financieras del país; y se otorgó al Banco de Tailandia un papel más activo en materia de supervisión de la adecuación del capital y de la calidad de los activos de los bancos. En esa línea, en la primera mitad de los años ochenta, se revisaron las directrices de capitalización para acercarlas a los estándares del BPI, se estableció un sistema de aseguramiento de los depósitos (BAsD, 1992), etc.

En Malasia también se llevaron a cabo algunas medidas para mejorar la regulación y supervisión de las instituciones financieras: se establecieron los estándares del BPI (i.e. el ratio mínimo de adecuación del capital) en 1988; se promulgó el *Banking and Financial Institutions Act* de 1989, que unificaba el sistema regulatorio de todas las instituciones financieras (bancarias o no bancarias) y autorizaba al banco central a inspeccionar, incautar y procesar a las instituciones financieras (Banco de Japón, 1990); y se estableció una nueva normativa sobre los requerimientos de reservas y sobre los *swaps* de deuda por acciones.

En Indonesia, en 1988, se estrecharon los límites a los préstamos a prestatarios individuales, se definieron los componentes de las actividades en los mercados de capitales y divisas, y se extendieron los requerimientos de capital a todos los bancos. En 1989 se expandió y reorganizó el Departamento de Supervisión Bancaria del Banco de Indonesia, se centralizó en el banco central la supervisión de las IFNB y se estableció el *Bank Indonesia Supervisory Monitory System* (BISMS) para que recomendara medidas correctivas y prácticas bancarias adecuadas (Corker y Tseng, 1991). Algunas de las medidas y prácticas que dicha institución recomendó fueron: la mejora de los procesos de evaluación de activos, el reforzamiento de los requerimientos de capital y de las provisiones para impagos, la formación del personal dedicado a la supervisión de las instituciones financieras, el aumento de la transparencia para facilitar dicha supervisión... Además, en 1992 se aprobó una nueva ley relativa al funcionamiento del sistema bancario, que sustituía a una ley de 1967. Con esa nueva ley se unificó la regulación relativa a todo el sistema bancario y se proveyó de base legal para la

supervisión efectiva de las instituciones financieras –por ejemplo, se dio poder al banco central para establecer límites al crédito otorgado por los bancos, y se equipararon las normas relativas a los bancos públicos con las de los bancos privados– (BAsD, 1992).

### **Las medidas de reforma financiera como determinantes de las entradas de capital**

Concluya este apartado sobre la reforma financiera tal y como concluían los demás: con el análisis de los vínculos causales entre política económica y magnitud y composición de las entradas de capital extranjero. En primer lugar, al igual que la estabilización macroeconómica, la estabilidad cambiaria y la apertura comercial, la reforma financiera pudo dar confianza a los inversores extranjeros, lo cual, de por sí, supondría un motivo de entrada de capital en Asia-3. Por otra parte, es obvio que sin una apertura de la cuenta de capital no habría sido posible la entrada masiva de capital en Tailandia, Malasia e Indonesia: la apertura de la cuenta de capital posibilitó la escalada en las entradas de capital que se produjo desde finales de los años ochenta.

La IED se vio favorecida, aparte de por la apertura financiera, por incentivos a la entrada de este tipo de capital. Además, la misma desregulación financiera interna fomentó la recepción de IED: la desregulación de los tipos de interés, las medidas de fomento de la competencia y el desarrollo de los mercados de capitales hicieron que el panorama financiero de Asia-3 se pareciera algo más al panorama financiero al que las empresas extranjeras estaban acostumbradas en sus países de origen. Por ejemplo, la apertura del sector financiero a la participación extranjera supondría un factor de atracción de IED hacia dicho sector; y la desregulación de las operaciones permitió que se ofrecieran muchos servicios financieros, hasta entonces inexistentes, que las empresas de capital extranjero podrían querer demandar, con lo que también se pudo atraer IED hacia sectores no financieros.

Con respecto a la IC, también hubo diversas medidas, que acompañaron a la apertura financiera, que favorecieron su recepción por parte de Asia-3. En primer lugar, algunos incentivos como los que se han visto anteriormente, como, por ejemplo,

el tratamiento favorable a las ganancias de capital. En segundo lugar, la misma desregulación financiera interna: las medidas adoptadas para desarrollar los mercados de capitales favorecieron en ocasiones la compra de acciones y bonos por parte de agentes extranjeros. Por ejemplo, para incrementar la demanda por parte de inversores extranjeros de acciones en Asia-3, se aumentaron los máximos de participación extranjera en empresas que cotizaban en bolsa, y se promovió la compra directa de acciones por parte de inversores extranjeros, así como su adquisición indirecta a través de los fondos-país. También la desregulación de los tipos de interés pudo coadyuvar en la atracción de IC. Recuérdese que dicha desregulación derivó en la elevación de los tipos de interés reales, lo que en un contexto de tipos de interés decrecientes en los países industriales, supuso un mayor diferencial de tipos, que hizo más atractiva la compra de bonos en Asia-3.

Las OI también se vieron favorecidas por algunas de las medidas que acompañaron a la apertura de la cuenta de capital. El caso más significativo es el de la creación del BIBF en 1993. Recuérdese que los mayores niveles de OI se recibieron en Tailandia precisamente a partir de ese año. Además, en el estudio econométrico de Alba *et al.* (1999) la creación del BIBF resulta significativa a la hora de explicar el repunte de las OI a Tailandia. Por otra parte, algunos elementos de la desregulación del sistema financiero interno igualmente pudieron suponer un factor de atracción de OI. Por ejemplo, la reducción o eliminación de los controles de crédito (techos, asignación del crédito...) abrieron las puertas a nuevas posibilidades de crédito a mayores tipos de interés, por parte de las instituciones financieras locales, lo que pudo fomentar la toma de préstamos en el extranjero para la intermediación de los mismos. Pero, sobre todo, los mayores tipos de interés, derivados en parte de la desregulación de los mismos, pudo suponer un factor de atracción de las OI a corto plazo (que, como se vio, suponían una buena parte de las OI totales en el caso de Asia-3). La sensibilidad de las OI a corto plazo a la evolución de los tipos de interés es bastante observable. Por ejemplo, en Tailandia, según el estudio econométrico realizado por Alba *et al.* (1999), la elevación de los tipos de interés resulta significativa para explicar la entrada de capital en ese país, sobre todo de préstamos a corto plazo a los bancos comerciales tailandeses. En Malasia, la importante caída de las OI que se produjo en 1994 se dio precisamente tras el abandono de la esterilización (es decir, tras la caída de

los tipos de interés). No obstante, simultáneamente se habían impuesto ciertos controles a la entrada de capital a corto plazo, con lo que es difícil saber cuál de los dos factores (controles de capital o caída de los tipos de interés) resultó más determinante del menor nivel de OI del año 1994. En Indonesia, la puesta en marcha de una política monetaria expansiva (con la consiguiente reducción de tipos de interés) está detrás de la brusca caída de las OI (sobre todo de las OI a corto plazo) de 1993 y 1994.

### **b.5) Síntesis y conclusiones**

Como resumen a todo lo visto en este apartado b, cabe insistir en que los cuatro elementos fundamentales de la política económica de los años ochenta en Tailandia, Malasia e Indonesia –estabilización macroeconómica, estabilización del tipo de cambio, liberalización comercial y reforma financiera– actuaron como factores *pull* de los flujos de capital extranjero hacia dichos países. La importancia relativa de los factores internos está suficientemente respaldada por diversos estudios: recuérdese el estudio de Chuhan *et al.* (1993), según el cual los factores *pull* fueron especialmente significativos en Asia oriental; el argumento de Bennett *et al.* (1993) en el que se señalaba el hecho de que las entradas de capital precedieron a la caída de los tipos de interés estadounidenses; o la conclusión de Montiel y Reinhart (2001), que decía que los factores *push*, en concreto la caída de los tipos de interés internacionales, fueron más determinantes de los flujos de capital hacia América Latina que hacia Asia. Las vías por las que las cuatro acciones de política económica descritas condujeron a una mayor entrada de capital son diversas. Por una parte, dieron confianza a los agentes extranjeros en que se estaban llevando a cabo las políticas adecuadas (adecuadas de acuerdo con el paradigma dominante en esa década de los ochenta). Por otra parte, motivaron deliberadamente las entradas de capital, mediante el incremento de la productividad de las inversiones extranjeras en el país.

Pero las políticas de ajuste no sólo supusieron mayores entradas de capital, sino que también afectaron a la composición de las mismas. Si bien muchas de las medidas adoptadas favorecieron la recepción de IED, otras incentivaron la entrada de capital volátil y/o denominado en moneda extranjera. Fue el caso, sobre todo, del mantenimiento de un tipo de cambio fijo y de ciertas medidas de reforma financiera

(la desregulación de los tipos de interés, conducente a mayores diferenciales de tipos de interés con respecto a los países industriales; el fomento de la demanda de IC por parte no sólo de inversores nacionales, sino también por parte de extranjeros; la creación de instituciones que canalizaban el crédito del extranjero hacia el interior del país, como el BIBF en Tailandia; las facilidades para la repatriación de dividendos; etc.).

### **C. LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS COMO CONSECUENCIAS (Y CAUSAS) DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL**

Se ha visto que ciertas acciones de política económica incidieron, junto con factores externos, en el volumen y estructura de las entradas de capital en Tailandia, Malasia e Indonesia, sobre todo a partir de 1988 aproximadamente. En este epígrafe se verá que esas entradas de capital generaron, a su vez, la necesidad de nuevas acciones de política económica para evitar sus posibles consecuencias en términos de recalentamiento y fragilidad financiera. Así, simplificando la realidad, se podría decir que un primer paquete de medidas de política económica (estabilización macroeconómica y liberalización) estuvieron fomentadas por la predominancia del paradigma neoliberal de los años ochenta; y un segundo grupo de medidas (las que se analizan en este epígrafe) resultaron necesarias por las entradas de capital que esas políticas neoliberales habían favorecido. Se verán, asimismo, los efectos de este segundo grupo de políticas sobre las mismas entradas de capital (si incidieron en su magnitud, en uno u otro sentido, y/o en su estructura). Adelántese aquí que algunas de estas políticas que trataron de sortear los problemas derivados de la entrada de capital, o bien fueron ineficaces, o bien atrajeron aún más capital extranjero, sobre todo a corto plazo, resultando, por tanto, contraproducentes.

Como se analizó en la parte teórica al respecto, la entrada masiva de capital en una economía con el tipo de cambio nominal fijo o semi-fijo tiene como consecuencia una cadena de acontecimientos que deriva, en última instancia, en un recalentamiento de la economía que puede manifestarse o bien en forma de déficit corriente o bien en forma de inflación (véase de nuevo el gráfico 1.2). Asimismo se estudió cómo las entradas de capital también pueden derivar en un incremento de la fragilidad del sistema financiero interno, dados los mayores riesgos en que los bancos incurren como consecuencia de dichas entradas (véase de nuevo el gráfico 1.3).

También se vio anteriormente (en el capítulo 1, epígrafe B) que hay diversas medidas de política económica que se pueden llevar a cabo para reducir al mínimo los efectos desestabilizadores de las entradas de capital y, así, aprovechar sus efectos



beneficiosos sobre la inversión y el crecimiento; pero que muchas de ellas pueden ser ineficaces o incluso contraproducentes o simplemente poco habituales. A continuación se analizan las diferentes medidas de política económica que se han utilizado en Tailandia, Malasia e Indonesia para intentar romper los diferentes eslabones de la cadena de acontecimientos que conduce al recalentamiento y para tratar de evitar la aparición de fragilidad financiera. Asimismo se trata de ver la incidencia de estas políticas en las características de las entradas de capital. La eficacia general del conjunto de las medidas aplicadas se evaluará en el epígrafe siguiente (epígrafe D), atendiendo a la evolución de las distintas variables contenidas en la cadena de acontecimientos y de los indicadores de fragilidad del sistema financiero interno.

#### **a) Las distintas medidas de control del recalentamiento y la fragilidad financiera**

Véase de nuevo el gráfico 1.4, que quizá facilite la comprensión de las medidas para evitar el recalentamiento que, entre otras, se detallan en este apartado, así como se pretendió que facilitara la comprensión de su equivalente teórico (epígrafe B del capítulo 1).

##### **a.1) Controles a la entrada de capital y eliminación de restricciones a la salida de capital**

Controlar las entradas de capital extranjero y relajar las limitaciones a las salidas de capital tendrían como resultado evitar que se produjera el primer elemento de la cadena de acontecimientos conducente al recalentamiento. Es decir, tales medidas tendrían como resultado evitar que se produjeran elevadas entradas netas de capital (entendidas éstas según su primera acepción: contracción de pasivos con el extranjero menos adquisición de activos extranjeros). Los controles de capital, por su parte, también tendrían la ventaja de limitar la aparición de fragilidad financiera, en la medida en que limiten la sobre-intermediación financiera y los desajustes de denominaciones y vencimientos entre los pasivos y los activos de las instituciones financieras.

Con respecto a los controles a las entradas de capital, fue Malasia el que adoptó más decididamente medidas de este tipo para reducir las entradas netas de capitales (concretamente las entradas de capital a corto plazo) y recuperar así el control sobre la política monetaria (Koenig, 1996). Las medidas que se utilizaron en Malasia en enero y febrero de 1994 fueron diversas: la extensión de los requerimientos de reservas de los bancos para las obligaciones extranjeras; la imposición de un techo a las posiciones deudoras netas (excluyendo las relacionadas con el comercio y la IED); la prohibición de vender a no residentes instrumentos monetarios con vencimiento menor a un año; el requerimiento a los bancos comerciales de transferir al banco central las cuentas libres de intereses de instituciones bancarias extranjeras; etc. (Koenig, 1996; BAsD, 1995/96). Todas estas medidas tuvieron una naturaleza estrictamente temporal. De hecho, a partir de agosto de 1994 se fueron eliminando los controles a la entrada de capital y a finales de 1995, de todas las medidas señaladas, sólo se mantenían los requerimientos de reservas para las obligaciones extranjeras.

En Tailandia e Indonesia no se llevaron a cabo tantas políticas de control de las entradas de capital extranjero como en Malasia. En Tailandia se recurrió al manejo de los impuestos sobre el capital extranjero. En concreto, en marzo de 1990 se reimpuso una medida que se había eliminado en 1988: la retención, en concepto de impuestos, de un 10% de los pagos de intereses por préstamos extranjeros. Además, como Ariyoshi *et al.* (2000) indican, también en 1995-97 se recurrió al uso de controles de capital. Finalmente, en Indonesia, cuando entre 1990 y 1991 se reavivaron las recepciones de capital extranjero, se impusieron algunos controles cuantitativos al crédito extranjero: se establecieron techos a los empréstitos de los bancos comerciales y de las empresas públicas, con sub-techos para sectores individuales (Montiel, 1995).

Una forma de limitar las entradas de capital, diferente a las restricciones cuantitativas de las entradas de capital o a la elevación de los impuestos sobre el capital extranjero, es mediante el incremento del riesgo de la toma de préstamos extranjeros. Véase cómo, por ejemplo, Indonesia elevó dicho riesgo. En ese país era frecuente el uso de operaciones de *swap* en el mercado de divisas. La operación consistía en que el banco central entregaba rupias a cambio de divisas y cubría la operación con una operación paralela en el mercado *forward*. Así, se lograba frenar la

sustitución de activos extranjeros por activos nacionales por parte de los bancos comerciales (Lee, 1996). Dichas operaciones se aplicaron entre septiembre de 1990 y mayo de 1991 y atrajeron, junto con otros factores (como el incremento de tipos de interés provocado por la esterilización) flujos adicionales de capital extranjero. En octubre de 1991 se restringieron este tipo de operaciones de *swap* para aumentar el riesgo de la toma de préstamos y contener así la entrada de capital.

Con respecto a la eliminación de los controles a la salida del capital, ésta tenía la intención de reducir las entradas netas de capitales mediante el incremento de las salidas de capital. No obstante, es discutible que la relajación de los controles a la salida efectivamente reduzca los flujos netos de capital, como se argumentó en el apartado teórico al respecto.

Tailandia explícitamente redujo, entre 1990 y 1994, las restricciones a la salida del capital: se permitió la apertura de cuentas en moneda extranjera en bancos tailandeses de hasta 500.000 dólares por parte de los agentes que obtuvieran ganancias en moneda extranjera, en caso de ser individuos, y hasta 2.000.000 de dólares, en caso de ser empresas; se autorizó la salida de hasta 5.000.000 de dólares al extranjero en forma de IED; y se eliminó la necesidad de que el Banco de Tailandia aprobara la repatriación de los fondos de inversión (Bennett *et al.*, 1993). Además de darse la reducción de las restricciones a la salida del capital se promovió ésta mediante la aceleración de la devolución de la deuda (en concreto se dio el prepago de la deuda pública externa). En Malasia también se redujeron las limitaciones a la salida del capital entre 1988 y 1994; y, asimismo, se produjo el prepago de parte de la deuda pública externa (BAsD, 1995/96). Indonesia aplicó esta medida durante menos tiempo que los otros dos países. En concreto, Montiel (1999) considera que este país tan sólo recurrió a la intensificación de la liberalización de las salidas de capital en 1994. En cualquier caso, en muchas ocasiones la eliminación de las restricciones a la salida del capital no fue una respuesta explícita a las entradas de capital, sino que formaba parte del proceso de liberalización y apertura descrito anteriormente (Montiel, 1995). Además, recuérdese que los tres países habían entrado en la década de los noventa con una cuenta de capital considerablemente abierta, lo que dificultaría el recurso a esta medida de mayor apertura.

## **a.2) Liberalización comercial y apreciación o flexibilización de la moneda**

La liberalización comercial y la apreciación nominal de la moneda nacional (como medida aislada o como resultado de la flexibilización parcial del régimen cambiario) servirían para evitar la acumulación de reservas mediante un déficit corriente que compensara el superávit de capital. La flexibilización total del tipo de cambio, por su parte, haría innecesarias las operaciones de mercado abierto que, como se ha visto, están encaminadas a evitar la apreciación nominal de la moneda que sería consecuencia del superávit por cuenta de capital. Así, la flexibilización evitaría la acumulación de reservas en divisas, fruto de esas operaciones de mercado abierto. La flexibilización del tipo de cambio no sólo puede limitar la aparición de recalentamiento, sino también la de fragilidad financiera, dado que introduce un mayor riesgo de cambio que, a su vez, puede redundar en menores entradas de capital y menores proporciones de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto (una discusión más detallada sobre esto se encuentra en el capítulo 5).

Con respecto a la liberalización comercial, cabe repetir algo que ya se ha señalado con anterioridad: los tres países renovaron sus esfuerzos de apertura de la cuenta corriente a finales de los años ochenta y principios de los noventa, motivados por la aplicación de una estrategia de IOE y por el clima económico internacional. Según diversos estudios (Montiel, 1995; y Bennett *et al.*, 1993) sólo en Tailandia se intensificó la liberalización comercial con el objetivo explícito de contrarrestar los efectos sobre la acumulación de reservas del superávit por cuenta de capital (por ejemplo, se llevaron a cabo recortes selectivos de aranceles).

Con respecto a la apreciación nominal de la moneda, en aquellos países en los que hay un tipo de cambio flexible, un incremento de la entrada neta de capitales provoca, *ceteris paribus*, una apreciación nominal de la moneda. En aquellos otros países en los que el tipo de cambio es fijo o semi-fijo, un incremento de la entrada neta de capitales implica, en ausencia de políticas económicas que lo eviten, una apreciación

real de la moneda mediante el mecanismo descrito anteriormente<sup>100</sup>. La apreciación nominal de la moneda es más deseable que la apreciación real, como ya se comentó en el apartado teórico al respecto, porque con ella se evitan las presiones inflacionistas y se aísla el crédito interno y el sistema bancario de las entradas de capital (en otras palabras, se evitan ciertas formas de recalentamiento y de fragilidad financiera). A pesar de ser más deseable la apreciación nominal que la real, los países de Asia-3 optaron, por lo general, por mantener fijos o semi-fijos sus tipos de cambio y luchar contra la apreciación real de sus monedas con otras armas, distintas a la apreciación nominal. Un motivo por el que puede que estos países consideraran innecesaria la apreciación nominal de sus monedas es la baja inflación con que contaban durante buena parte del período de entrada de capital. Un motivo añadido pudo ser que este instrumento ni siquiera es siempre eficaz contra la inflación, como se probó en América Latina en los años ochenta. Hubo, no obstante, ligeras excepciones a la no utilización de la apreciación nominal o la flexibilización: en Malasia se permitió una apreciación nominal de pequeña magnitud en 1993 (Montiel, 1995); y en Indonesia se amplió la banda de fluctuación de la rupia, a pesar de la cual el tipo de cambio permaneció en los niveles más bajos en vez de flotar en la banda (lo que sugiere que la flexibilidad real de la moneda era menor que la oficial, como ya se comentó al analizar los regímenes cambiarios de estos países).

### **a.3) Esterilización y limitación del recurso al redescuento del banco central**

Estas medidas de política monetaria pretenden evitar los efectos de la acumulación de reservas sobre la base monetaria. La esterilización en sentido estricto, como se vio en el epígrafe B del capítulo 1, consiste, expresado de forma muy sucinta, en la reducción del crédito interno (C en la ecuación del balance del banco central  $M = R + C$ ), con el fin de evitar el crecimiento de la base monetaria (M) que vendría provocado por el incremento de las reservas en divisas (R). Al evitarse los efectos de la acumulación de reservas sobre la base monetaria se evitaría la aparición de recalentamiento, pero también la de fragilidad financiera (al limitarse la posibilidad

---

<sup>100</sup> Recuérdese: compra de divisas para compensar el exceso de demanda de moneda nacional, incremento de la base monetaria, crecimiento de los agregados monetarios, elevación de la demanda interna, inflación y caída del tipo de cambio real.

de que se produzca un *boom* de crédito). Recuérdese, no obstante, que la esterilización presenta un inconveniente muy importante: de ser eficaz, aunque sea parcialmente, supone tipos de interés mayores a los que se darían en ausencia de dicha medida, lo que puede acarrear mayores entradas de capital, y sobre todo de capital volátil. Con ello, la esterilización puede acabar agravando, en vez de evitando, el recalentamiento y la fragilidad financiera.

Pues bien, la esterilización en sentido más que estricto (considerando como tal exclusivamente las operaciones de mercado abierto) fue una de las primeras y principales medidas que los países de Asia-3 adoptaron para evitar que las entradas de capital redundaran en la desestabilización macroeconómica y financiera. En muchas ocasiones, dada la escasa profundidad de los mercados financieros de estos países, los gobiernos emitieron bonos *ex profeso*. Concretando, en Tailandia se realizaron operaciones de mercado abierto, entre 1987 y 1995, pero limitadas por la escasez de instrumentos a tal efecto, por lo que se introdujeron en 1995 los bonos del Banco de Tailandia. El Banco Negara de Malasia emitió series de *Bank Negara Bills* y *Malaysian Savings Bonds* e intervino en el mercado interbancario (1989-93). La postura de las autoridades monetarias indonesias fue más cambiante durante los años ochenta y primeros noventa. El hecho es que el capital extranjero fluyó hacia Indonesia de forma algo más irregular que hacia los otros dos países que aquí se estudian. Por ello, las necesidades de hacer frente a esos flujos fueron también irregulares. Sea como fuere, en los momentos en que las entradas de capital extranjero fueron más importantes, se recurrió a la esterilización (en 1990-93 y en 1996), igual que en sus países vecinos. Así, por ejemplo, se realizaron operaciones de mercado abierto con certificados del Banco de Indonesia (*Sertifikat Bank Indonesia*: SBI). En cualquier caso, como señalan Seng y Villanueva (1999), la esterilización fue especialmente intensa en 1988-95 en Tailandia, en 1992 y 1993 en Malasia y en 1990-93 y 1996 en Indonesia.

Cabe preguntarse si la esterilización tuvo el éxito deseado. Y parece que el recurso a la esterilización no fue completamente exitoso en la medida en que no se pudo llevar a cabo una esterilización completa sino una esterilización parcial. Véase qué se quiere decir con esto.

Ya se explicó que la esterilización en un contexto de total libertad de movimientos de capital resulta ineficaz, dado que la elevación de tipos de interés que la venta de bonos conlleva atrae capital extranjero a corto plazo, lo cual tira hacia abajo de los tipos de interés, y finalmente se produce la apreciación real de la moneda. El resultado final tras el fracaso de la esterilización sería: (1) unos tipos de interés constantes, (2) la entrada y salida en igual cantidad de capital extranjero, (3) la apreciación real de la moneda, (4) un mayor nivel de déficit corriente y (5) el mantenimiento del nivel inicial de reservas. Asimismo, se vio que la esterilización en un contexto de cuenta de capital cerrada resulta plenamente exitosa: la venta de bonos compensa totalmente el efecto sobre la oferta monetaria del incremento de reservas (provocado inicialmente por la entrada de capital), dado que el crecimiento de los tipos de interés no puede atraer capital que tire hacia abajo de esos tipos. El resultado de un proceso de esterilización perfecta sería: (1) la elevación de los tipos de interés, (2) la no entrada de flujos adicionales de capital, (3) el mantenimiento del tipo de cambio, (4) el no deterioro del saldo por cuenta corriente y (5) el crecimiento del nivel de reservas (Warr, 1999).

Pues bien, existen algunos estudios sobre los países de Asia-3 que apuntan a que la liberalización financiera incidió en una menor eficacia de la esterilización; y algunos otros estudios señalan que la integración financiera no fue perfecta, lo que permitió cierto éxito de la esterilización. Así, parece que el caso de Asia-3 se encontraría entre los dos extremos descritos. Por una parte, según el estudio de Faruquee (1991) la liberalización financiera de los países asiáticos efectivamente redundó en una mayor integración financiera tanto regional como de la región con el resto del mundo, lo que dificultaría la elevación de los tipos de interés por el recurso a la esterilización. Asimismo, el estudio econométrico de Esaka y Takagi (2001) concluye que las medidas de esterilización (en sentido amplio) no implicaron una elevación de los tipos de interés<sup>101</sup> en los países de Asia oriental (en concreto ellos analizan los casos de Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea y Filipinas). Pero, por otra parte, los mismos Esaka y Takagi (2001) argumentan que (1) si la esterilización no elevó

---

<sup>101</sup> Entendiendo como tipos de interés la tasa del mercado monetario, o tasa a la que se efectúan los préstamos a corto plazo entre las instituciones financieras (línea 60b de las *Estadísticas Financieras Internacionales* del FMI).

considerablemente los tipos de interés, al menos pudo evitar que cayeran a los niveles a los que habrían caído en caso de ser perfecta la movilidad del capital; y (2) si en su estudio hubiesen tenido en cuenta el diferencial de tipos de interés u otra medida del tipo de interés, quizá se habría llegado a conclusiones distintas. De hecho, Furman y Stiglitz (1998) concluyen que los diferenciales de tipo de interés sí que se ampliaron en los períodos de esterilización. También el estudio de Fry (1993) apunta al hecho de que las políticas de esterilización en estos países tuvieron alguna influencia sobre los tipos de interés: más concretamente Fry (1993) señala que en Asia-3 se mantuvo cierto control monetario a pesar de la apertura financiera<sup>102</sup>. Véanse, para concluir, los gráficos 3.13 y 3.14, en los que se observa la existencia de considerables diferenciales entre los tipos de interés de estos países y el de los EE.UU. durante los períodos en que se esterilizó más intensivamente, lo que indicaría cierto éxito en la aplicación de esta medida.

En cualquier caso, dada la eficacia (al menos parcial) de la esterilización en Asia-3, se debe ver si la esterilización tuvo efectos sobre las entradas de capital (sobre su volumen y composición). El estudio econométrico de Montiel y Reinhart (2001) así lo confirma: la esterilización provocó un incremento de la cantidad de capital recibido, así como un incremento del peso relativo del capital a corto plazo (y ello fue más notable en Asia que en América Latina). Koenig (1996) asimismo considera que en 1993 en Tailandia y desde 1995 en Malasia e Indonesia se observaron signos de que los altos tipos de interés estaban atrayendo capitales adicionales. Igualmente, Esaka y Takagi consideran que la esterilización supuso mayores entradas de capital en Asia-3: “Tanto a través de entradas de capital adicionales, sobre todo a corto plazo, como a través de una posible desintermediación, es probable que el problema de las entradas de capital en Asia oriental antes de la crisis de 1997 fuera agravado por la activa y persistente política de esterilización [entendida ésta en sentido amplio]” (Esaka y Takagi, 2001, pág. 224). Por otra parte, las mismas cifras sobre entradas de capital provistas en este trabajo parecen confirmar que las entradas de capital (en particular,

---

<sup>102</sup> Este autor va más allá al opinar también que “la apertura financiera no ha reducido la habilidad de estas economías de tener políticas monetarias independientes *a pesar de los tipos de cambio fijos*” (Fry, 1993, pág. 157, sin cursiva en el original). Cabe opinar, en cambio, que así pudo ser durante un tiempo limitado pues, en virtud del modelo de Mundell-Fleming, con cada vez mayor movilidad del capital antes o después o bien se perdería ese control monetario o bien se tendría que abandonar el tipo de cambio fijo (que es lo que ocurrió a través del estallido de las crisis).



las OI) respondieron al mantenimiento de elevados tipos de interés, consecuencia de la esterilización. De hecho, cuando se abandonó el recurso a la esterilización y cayeron los tipos de interés, las entradas de OI fueron menores.

Ante todo esto, cabe afirmar que, si otras políticas no lo evitaban (rompiendo otros eslabones de la cadena descrita y evitando el acortamiento de los plazos de los capitales entrantes), con la esterilización no se evitaría ni el recalentamiento ni la fragilidad financiera.

Porque la esterilización tiene efectos negativos, es una medida que habitualmente se elimina al poco tiempo de haberse puesto en marcha. Pero en el caso de Asia, el recurso a la esterilización fue más prolongado, extendiéndose así sus consecuencias sobre el tipo de interés y sobre las entradas de capital. Por ejemplo, dentro de la muestra de Bennett *et al.* (1993) que, recuérdese, tan sólo incluía un país asiático (Tailandia), es precisamente dicho país el único en el que se siguió recurriendo a la esterilización durante el segundo año de entradas de capital. Con respecto al coste cuasi-fiscal de esta medida, parece que no fue muy elevado, al menos en Tailandia (donde según ese mismo estudio de Bennett *et al.*, 1993, fue casi cero).

La restricción del acceso a la ventanilla de descuento del banco central también fue utilizada por varios de estos países con el ánimo de limitar el crecimiento de la base monetaria. En Tailandia, ante las primeras oleadas de capital extranjero, se limitó el acceso al redescuento y a la refinanciación por parte del banco central. Concretando, se elevó el tipo de redescuento de un 8% a finales de 1989 a un 12% a finales de 1990 (Lee, 1996) y se recortaron las facilidades de refinanciación para los bancos comerciales. En Malasia el tipo de descuento se elevó de un 4,89% a finales de 1989 a un 7,23% a finales de 1990. Además se volvió a recurrir a esta medida hacia 1995 y 1996. Y también en Indonesia se utilizó la limitación del redescuento.

#### **a.4) Incremento de los requerimientos de reservas y otras formas de restricción del crédito**

Este segundo grupo de medidas de política monetaria servirían para evitar los efectos del crecimiento de la base monetaria sobre los agregados monetarios más amplios. Con ello se pretende evitar el recalentamiento y también la fragilidad financiera (derivada de la sobre-intermediación financiera). Aunque, recuérdese, la elevación de los requerimientos de reservas puede volverse ineficaz o incluso contraproducente si da lugar a desintermediación financiera.

Tailandia recurrió tanto al incremento de los requerimientos de reservas en 1995 y 1996 (concretamente de los requerimientos a los depósitos de no residentes y algunas otras formas de capital extranjero), como al control indicativo de la expansión del crédito bancario (en 1995, los planes indicativos se extendieron a las sucursales de bancos extranjeros y a las oficinas del BIBF; grandes compañías financieras fueron sometidas a planes de crédito; y el Banco de Tailandia impuso máximos para los cocientes préstamos/depósitos de los bancos). Asimismo se dio una importantísima reducción del crédito al sector público, cuyo crecimiento pasó de ser  $-6,2\%$  en 1987 a ser  $-35\%$  de media entre 1988 y 1991 (Lee, 1996). Y se dio el control directo del crédito: se impusieron límites “voluntarios” a los préstamos bancarios para actividades no productivas, como por ejemplo los préstamos al consumo, las hipotecas o la construcción de edificios de lujo. Malasia también elevó los requerimientos de reservas: en concreto, se elevaron en 1989 en un 1% (del 5,5% al 6,5%). Además extendió dichos requerimientos a los depósitos de no residentes y otras formas de capital extranjero, especialmente entre 1989 y 1992, y en 1994 y 1996. Y se endurecieron las condiciones de concesión de ciertos tipos de crédito al consumo en 1992 –como el de las tarjetas de crédito o los préstamos para la compra de vehículos de motor– (Corbo y Hernández, 1994). Indonesia, por su parte, incrementó los requerimientos de reservas, del 2% al 3% de los depósitos en febrero de 1996 y al 5% en abril de 1997 (Alba *et al.*, 1998); forzó la venta de instrumentos de crédito del banco central a las empresas estatales; y recurrió a la denominada “influencia moral” (*moral suasion*) para limitar la expansión del crédito.

La transferencia de depósitos gubernamentales o de empresas públicas al banco central fue una medida especialmente popular en Asia oriental. Tailandia, Malasia e Indonesia recurrieron a ella en el período de grandes entradas de capital. En Malasia, por ejemplo, en 1992 se transfirió al banco central el denominado *Employee Provident Fund* (EPF), que suponía más de 2.600 millones de dólares (Seng y Villanueva, 1999). En economías en las que los depósitos gubernamentales constituían una parte significativa de los depósitos del sistema bancario (Lee, 1996), esta medida habría de ser eficaz.

#### **a.5) Política fiscal restrictiva**

Recuérdese que la política fiscal restrictiva tiene la intención de evitar los efectos del incremento de los agregados monetarios sobre la demanda interna, para así evitar el deterioro del saldo de la balanza por cuenta corriente y/o la inflación y la consiguiente apreciación real de la moneda. Recuérdense, asimismo, que los numerosos inconvenientes de la esterilización (en sentido amplio) son lo que hacen que se recurra a la contracción fiscal para evitar el recalentamiento.

Pues bien, como ya se vio en el epígrafe B de este capítulo, los países de Asia-3 habían mantenido una posición fiscal bastante conservadora como parte de las medidas de estabilización macroeconómica adoptadas desde mediados de los años ochenta. Hay autores que consideran que el carácter restrictivo de la política fiscal de los países de Asia-3 no sólo respondió a ese primer esfuerzo de ajuste, sino que también respondió a una voluntad de combatir los efectos del capital extranjero. Así, Goldstein (1995) considera que Tailandia e Indonesia utilizaron la contracción fiscal para evitar el recalentamiento; y Montiel (1995 y 1999) opina que dicho objetivo estaba en la mente de las autoridades económicas en los tres países que aquí se estudian.

Pero lo que resulta de especial interés es que en los últimos años antes de las crisis (desde 1995 aproximadamente, dependiendo del país) la política fiscal o se tornó ligeramente expansiva o, al menos, menos restrictiva de lo que había venido siendo (Banco Mundial, 1998; Alba *et al.*, 1998), con lo que resulta difícilmente defendible que en esos últimos años se estuviera utilizando la política fiscal con el objetivo de

contrarrestar el crecimiento de la demanda. Concretando, en Tailandia la política fiscal fue expansiva ya en 1994, aunque en ese año todavía fue contracíclica, dado que no se estaba produciendo un incremento de la demanda; y lo siguió siendo en 1995 y 1996, cuando sí que fue procíclica ya que entonces sí que se estaban produciendo presiones de demanda. En Malasia la política fiscal se mantuvo restrictiva hasta el año de la crisis, pero menos restrictiva en 1995 que en los años anteriores, con lo que, dadas las presiones de demanda que se produjeron en ese año, se comportó procíclicamente. Finalmente, en Indonesia, como en Malasia, aunque la política fiscal no se tornó expansiva, sí se volvió menos restrictiva, con lo que en 1996 presentó asimismo un comportamiento procíclico (Alba *et al.*, 1998).

Cabe considerar, como conclusión, que los mayores esfuerzos de restricción fiscal se produjeron antes de las mayores entradas de capital o durante los primeros años de éstas, con lo que parece más razonable considerar que dichos esfuerzos fueron sobre todo parte del ajuste estructural y no tanto respuesta a los flujos de capital extranjero (es por ello que la descripción de la restricción fiscal se encuentra en el grupo de políticas expuestas en el apartado b del epígrafe B, y no aquí). Además, si bien es cierto que la política fiscal de estos países fue conservadora en un sentido estructural o de medio plazo, también lo es que se fue reduciendo el carácter restrictivo de la política fiscal (es decir, el impulso fiscal se tornó positivo) precisamente en los momentos en que se estaban sufriendo presiones de demanda.

Algunos de los autores que consideran que los gobiernos de estos países no utilizaron la restricción fiscal en los últimos años antes de las crisis, consideran también que deberían haberlo hecho, en pro del control del recalentamiento. Pero como ya se sugirió en la parte teórica al respecto, ello podía no resultar fácil ni conveniente en términos de desarrollo. Stiglitz concluye, para el caso tailandés, que “aunque algunos han sugerido que Tailandia debería haber reducido el gasto gubernamental, ya estaba teniendo superávit fiscal y sus problemas de largo plazo estaban relacionados con la infrainversión en capital humano e infraestructuras. ¿Deberían haber permitido que el aparente deseo del sector privado de construir edificios de oficinas vacíos sustituyera a la necesaria inversión pública?” (Stiglitz, 1999a, pág. 318).

#### **a.6) Intensificación de la regulación y supervisión del sistema financiero interno**

Ya se ha visto que en Asia-3 se llevaron a cabo ciertos avances en materia de regulación y supervisión del sistema financiero interno como parte de la reforma financiera. Además se ha comentado cómo las medidas de regulación y supervisión son las principales medidas que pueden ponerse en marcha para evitar la aparición o escalada de fragilidad financiera, que puede ser consecuencia de las entradas de capital. Pues bien, sirva este pequeño apartado tan sólo para señalar que en Asia-3 la regulación y supervisión bancaria no mejoró en paralelo a las entradas de capital, sino que se mantuvieron importantes vacíos de regulación, o no se produjo la aplicación efectiva de la regulación o de la supervisión (a causa de la interferencia política, de la falta de experiencia de las plantillas de los bancos centrales, etc.).

De hecho, los avances en materia de regulación y supervisión no fueron suficientes ni siquiera para alcanzar los niveles de otros países asiáticos o de países latinoamericanos. Así lo considera Caprio (1998), quien desarrolla un indicador de regulación y supervisión que se compone de indicadores de las siguientes variables: capital de las instituciones financieras, clasificación de préstamos, calidad de la gestión y grado de liquidez y de cooperación; y evalúa el valor de ese indicador para doce países asiáticos y latinoamericanos. Los resultados indican que los países de Asia-3 contaban, en 1997, con niveles particularmente bajos de regulación y supervisión (mayores cifras corresponden a menor regulación y supervisión): Singapur presentaba una puntuación de tan sólo 16; seguido de Argentina (21) y Hong Kong (21). Tras ellos se encontraban Chile (25), Brasil (30) y Perú (35). La mitad con peor puntuación se componía de Malasia (41), Colombia (44), Corea (45), Filipinas (47), Tailandia (52) e Indonesia (52).

Por otra parte, tanto Llewellyn (2000) como Brownbridge y Kirkpatrick (2000) concretan cuáles eran las deficiencias en materia de regulación y supervisión existentes en Asia oriental antes de las crisis. Primero, las regulaciones de adecuación del capital no se aplicaban eficazmente, además de que los requerimientos de capital eran demasiado bajos en proporción a los riesgos que los bancos estaban asumiendo.

Segundo, las normas sobre clasificación de préstamos y las provisiones exigidas eran demasiado indulgentes. Igualmente, no existían restricciones concretas a la exposición al riesgo de cambio, o a sectores de alto riesgo (como el sector inmobiliario); así como no existían limitaciones a la concentración de la exposición en un número reducido de prestatarios o de sectores. Tercero, la ausencia de estándares contables dificultaba las tareas de supervisión, permitiendo así la evasión de las regulaciones. Cuarto, muchos gobiernos y agencias de regulación y supervisión eran lentas y/o reacias a actuar ante problemas en el sistema financiero. Quinto, las medidas de regulación y supervisión de las IFNB eran menos estrictas que las de los bancos, a pesar de que, como se vio anteriormente, éstas estaban creciendo en número y en ámbitos de negocio gracias a la desregulación del sistema financiero interno.

Atendiendo a cada caso particular, se puede señalar que en Tailandia hasta el otoño de 1996 se permitía que los bancos *offshore* tomaran prestados fondos extranjeros y los re-prestaran a residentes tailandeses sin límite alguno; que mantuvieran criterios bastante laxos de clasificación de activos; y que compraran compañías financieras (menos reguladas y más sensibles a los cambios en el tipo de interés). Asimismo, los bancos no estaban obligados a revelar información sobre sus préstamos impagados, lo que facilitaba que se produjeran retrasos en la provisión de fondos para las pérdidas por impagados (Eichengreen y Fishlow, 1998).

En Malasia, a pesar del *Banking and Finance Institution Act* de 1989, la regulación y supervisión del sistema financiero interno perdió efectividad desde la sustitución del segundo gobernador del Banco Negara Malasia, Aziz Taha, aparentemente por mantener posiciones independientes de las autoridades políticas (Jomo, 1998). No obstante, se tomaron nuevas medidas de regulación ante la creciente canalización del crédito hacia la compra de acciones, que se produjo en 1996. En concreto, en marzo de 1997 el banco central anunció que los préstamos realizados para la compra de acciones y de inmuebles no podrían exceder del 15% de los préstamos totales en el caso de los bancos comerciales, y del 30% en el caso de los bancos de negocios. Además, todos los bancos deberían limitar al 20% la proporción de sus préstamos pendientes de pago al sector de la propiedad, con la excepción de residencias de bajo precio, infraestructuras y edificios industriales y fábricas (Corsetti

*et al.*, 1998). Así, se puede hablar de refuerzo de la regulación financiera en Malasia, destinado a evitar la aparición de fragilidad financiera. Pero resultaría ser una medida tardía e insuficiente, a la vista de lo que sucedió unos pocos meses después.

En Indonesia se habían impuesto los requerimientos del BPI. Pero las autoridades no pusieron en marcha el sistema de supervisión necesario para que la regulación se tornase efectiva. Por ejemplo, no se realizaba un seguimiento de la toma de préstamos del extranjero por parte de las empresas privadas (Kawai *et al.*, 2001); y ni siquiera cuando las entradas de capital estaban creciendo de forma alarmante se llevaron a cabo las medidas necesarias para la efectiva aplicación de los mencionados requerimientos, con lo que en abril de 1996, de acuerdo con el BPI, de 240 bancos 15 no cumplían con el ratio de adecuación del capital, 41 sobrepasaban el límite legal de gastos, y 12 de los 77 bancos autorizados para cambiar divisas no acataban las reglas sobre posiciones diarias netas (Corsetti *et al.*, 1998).

En resumen, la regulación y supervisión del sistema financiero interno en Asia-3, a pesar de haber mejorado desde los inicios de la reforma financiera, no evolucionó al ritmo en que se produjo la apertura financiera y en que crecieron las entradas netas de capital en estos países. Enseguida se verá que, debido a que los avances en materia de regulación y supervisión no fueron suficientes, los sistemas financieros de Asia-3 asumieron excesivos riesgos de crédito, de cambio y de liquidez, lo que les sumiría en un estado de fragilidad financiera.

## **b) Síntesis y conclusiones**

Los hechos más relevantes que se pueden extraer del análisis realizado en este epígrafe (epígrafe C) son los siguientes.

En primer lugar, los países de Asia-3 se vieron en la necesidad de llevar a cabo una serie de políticas económicas para evitar las posibles consecuencias negativas de las entradas de capital, esto es, para evitar la aparición de recalentamiento y fragilidad financiera. No ha de olvidarse que esas entradas de capital fueron fruto, al menos en parte, de otra serie de políticas económicas, de corte neoliberal, que se habían aplicado

en estos países desde los años ochenta. Así, las políticas de respuesta a las entradas de capital son, de alguna manera, políticas que tienen la intención de compensar los efectos del paquete de políticas de ajuste neoliberal.

En segundo lugar, las políticas de respuesta a las entradas de capital pueden ser muchas y muy diversas, como se vio en la parte teórica al respecto. Pero en Asia-3 se hizo más uso de unas que de otras. De hecho, se hizo más uso de aquéllas que no suponían un alejamiento considerable de la tendencia hacia la estabilización fiscal, monetaria y cambiaria y hacia la liberalización comercial y financiera, iniciada en los años ochenta.

1. Se hizo uso de las políticas de control de la demanda interna, así como de las de control de la base y la oferta monetarias. Esto es, se utilizaron políticas fiscales y sobre todo monetarias con el mismo signo restrictivo de las políticas fiscales y monetarias de los ajustes iniciales.
2. Se dio un uso muy limitado de las políticas cambiarias que servirían para controlar el crecimiento de las reservas. Es decir, se hizo un uso muy limitado de la apreciación nominal o de la flexibilización de los regímenes de tipo de cambio fijo que se habían incluido en los paquetes de reforma iniciales.
3. Se utilizaron políticas comerciales para el control de las reservas. En otras palabras, se aplicaron políticas comerciales que (como las fiscales y monetarias) repetían la tendencia –a la apertura– de las políticas de los años ochenta.
4. Apenas se usaron las políticas de control de las entradas de capital. De nuevo, en lugar de cambiarle el signo a las políticas iniciales que estaban provocando las entradas de capital, se optó por repetir los esquemas de las políticas de ajuste iniciales. Es decir, en lugar de utilizar los controles a la entrada de capital, se prefirió mantener la tendencia de los años ochenta hacia la liberalización financiera.
5. Se dio un uso insuficiente de las políticas específicas encaminadas a evitar la fragilidad financiera. Al igual que en el paquete de reforma financiera inicial la regulación y la supervisión no estuvieron suficientemente desarrolladas, tampoco lo estuvieron como respuesta a las entradas de capital.



**Cuadro 3.14:**  
**Medidas utilizadas en Asia-3 para evitar los efectos de la entrada de capitales, 1988-1996<sup>a</sup>**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Control entradas de capital			T, I	I	M		M		
∇ control salidas de capital	M	M	T, M	T, M	T, M	T, M	T, M, I		
Liberalización comercial	M	M	T, M, I	M, I	M, I	M, I	M, I	I	I
∇ e nominal o flexibilización de e						M	I	I	I
Esterilización	T	T, M	T, M, I	T, M, I	T, M, I	T, M, I	T	T	I
Δ tipo de redescuento		T, M	T, M					M	M
Δ requerimiento de reservas		M	M	M	M	M	M	T, M	T, M, I
Política fiscal restrictiva	T	T	T, I	T, I	M, I	I	I		

a: Elaboración propia a partir del cuadro A1 de Montiel (1999), completado con datos provenientes de las demás fuentes citadas en este apartado. "T" se refiere a Tailandia; "M" a Malasia; e "I" a Indonesia.

En tercer lugar, ni unas ni otras medidas carecieron de inconvenientes. Unas porque, al haberse aplicado tan escasamente, no pudieron tener suficiente impacto (o un impacto lo suficientemente duradero) sobre la variable a la que pretendieran afectar. Fue el caso, por ejemplo, de los controles a la entrada de capital, la apreciación o flexibilización de la moneda nacional, o la regulación y la supervisión del sistema bancario (precisamente las tres políticas que destacaban como potencialmente más útiles de entre las demás políticas de respuesta a las entradas de capital). Otras porque, al reproducir las políticas neoliberales iniciales, no podían contrarrestar los efectos de éstas o incluso los reforzaban. Así ocurrió con la esterilización o la relajación de los controles a la salida del capital. Pero déjese para el epígrafe siguiente (epígrafe D) la revisión más general de la eficacia de las políticas de respuesta a las entradas de capital, a la vista de las distintas variables de la cadena que conduce al recalentamiento y de los distintos indicadores de fragilidad financiera.

#### **D. CONCLUSIONES: RECALENTAMIENTO Y FRAGILIDAD FINANCIERA EN TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA**

En este epígrafe se va a tratar de ver si las entradas de capital, tal y como se han descrito en el epígrafe A, y la gestión macroeconómica, analizada en los epígrafes B y C, redundaron, tal y como la teoría relata que puede suceder, en problemas de recalentamiento y fragilidad financiera.

Con respecto a las políticas macroeconómicas el análisis va a prestar especial atención a evaluar la eficacia del segundo paquete de políticas (de las políticas de respuesta a las entradas de capital, estudiadas en el epígrafe C). Si es así es debido a que fueron éstas las que se aplicaron con el objetivo explícito de evitar los efectos perniciosos de las entradas de capital, con lo que es necesario comprobar si efectivamente lograron ese objetivo de limitar el recalentamiento y la fragilidad financiera. Mientras, el primer paquete de medidas (las políticas neoliberales revisadas en el epígrafe B) afectó a dichas variables –recalentamiento y fragilidad financiera– de forma más indirecta o más “inconsciente”, a través de su incidencia sobre el volumen y composición de las entradas de capital. Habiendo visto, pues, los efectos de ese primer paquete de políticas sobre las entradas de capital (apartado b del epígrafe B, en este mismo capítulo), lo que hay que ver es si éstas perjudicaron a la estabilidad macroeconómica y financiera de Asia-3 o si, por el contrario, el segundo paquete de medidas utilizadas logró su objetivo de limitar la inestabilidad macroeconómica y financiera. ¿Se rompieron los eslabones de la cadena de acontecimientos que conduce al recalentamiento? ¿Cuál fue, a fin de cuentas, el estado de salud del sistema financiero interno? Cabe adelantar aquí que los resultados en términos de recalentamiento y fragilidad financiera que a continuación se describen serán retomados en el capítulo 4, con el ánimo de tratar de vincular dichos problemas con las crisis acontecidas en 1997.

## **a) El recalentamiento de las economías de Tailandia, Malasia e Indonesia**

El análisis se centra, primeramente, en las variables relacionadas con el recalentamiento, desde las entradas netas de capital hasta la inflación y/o el déficit por cuenta corriente. Antes de comenzar cabe señalar que resulta difícil evaluar el éxito de las políticas una por una. Si por ejemplo no se ha producido un importante incremento de los agregados monetarios, ello no significa necesariamente que las políticas de control de los agregados monetarios (i.e. incremento de los requerimientos de reservas) hayan sido eficaces, ya que puede ser que lo eficaz haya sido cualquier otra medida destinada a evitar alguno de los acontecimientos previos al crecimiento de los agregados monetarios (i.e. el crecimiento de la base monetaria). Asimismo, resulta difícil –si no imposible– realizar un análisis contrafactual para cada una de las políticas que indique cuál habría sido la magnitud de esta y otra variable en caso de no haberse aplicado esa política o en caso de haberse aplicado con mayor intensidad o durante más tiempo.

### **a.1) Elementos intermedios de la cadena de acontecimientos que conducen al recalentamiento**

Las entradas netas de capital<sup>103</sup>, como ya se ha visto, fueron cada vez más elevadas (aunque con algún altibajo) hasta el estallido de las crisis financieras. Se ha visto también que los controles de capital no han sido herramientas muy utilizadas en estos países, con la excepción de Malasia, donde se utilizaron los controles de capital en 1994 y se retiraron a finales de ese mismo año. Como fue precisamente en 1994 cuando se produjo un recorte muy notable de las entradas de capital en ese país (sobre todo de OI), y en 1995 cuando las entradas de capital volvieron a ser muy elevadas, se podría establecer un vínculo causal entre la imposición de los controles y la reducción de los flujos de capital. Tanto Evans y Quirk (1995) como Dunaway y Reinhart (1996) concluyen que los controles de capital en Malasia alteraron tanto el volumen como la composición del capital entrante en el corto plazo. No obstante, sería posible que la reducción de las entradas de capital no fuera el efecto de los controles sino de la

---

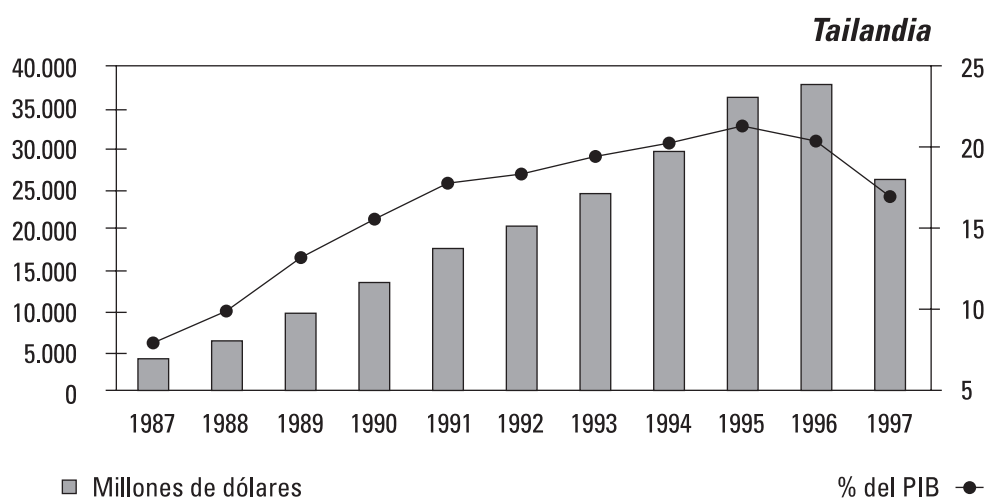
<sup>103</sup> Véanse, de nuevo, los gráficos 3.1, 3.2, 3.3, 3.10, 3.11 y 3.12.

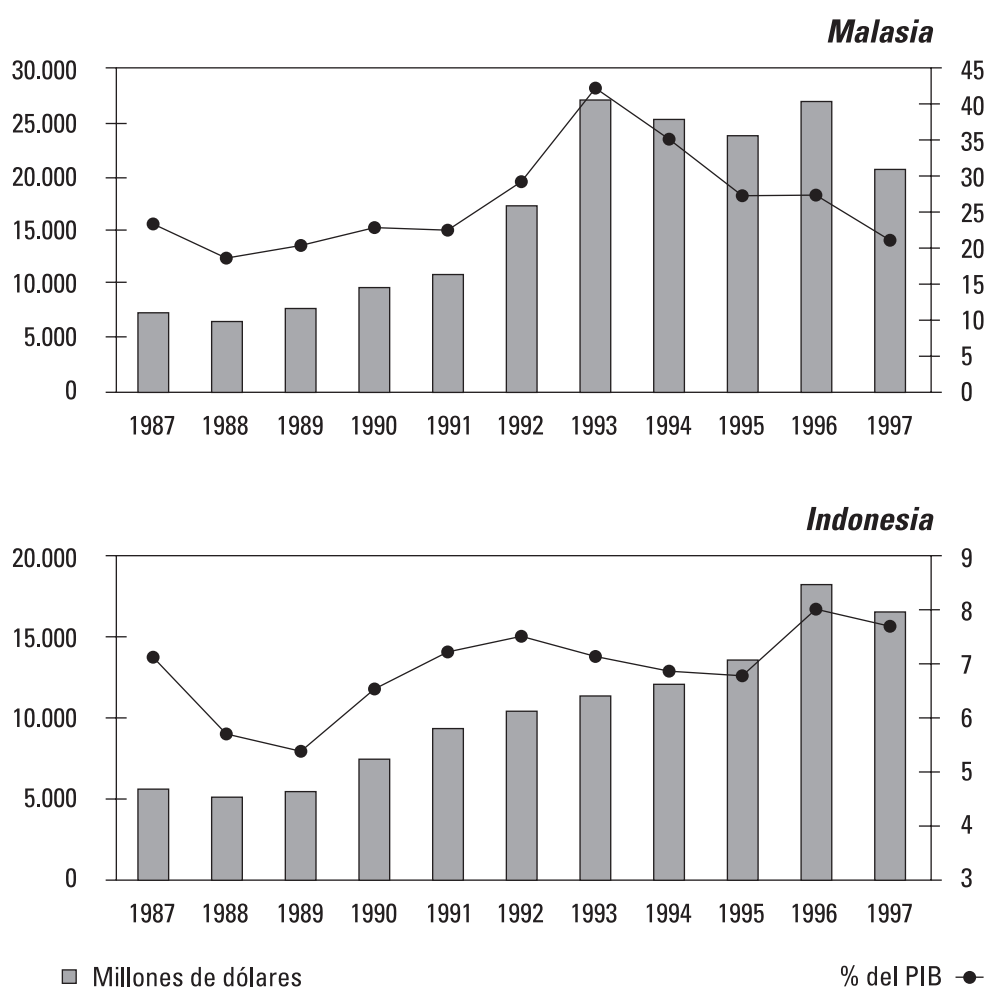
caída de los tipos de interés, consecuencia del abandono del recurso a la esterilización que se dio de forma simultánea a la imposición de dichos controles. Con respecto a la restricción de las operaciones de *swap*, ocurrida en Indonesia en 1991, no se puede afirmar que tuvieran la eficacia de los controles utilizados en Malasia, dado que la moderación de las entradas de capital a dicho país no se produciría hasta 1993 (Lee, 1996). Los pocos controles de capital que se utilizaron más adelante parece que sí tuvieron los efectos deseados, a la vista de esa contención de las entradas de capital (concretamente de las OI) a partir de dicho año. No obstante, al igual que en Malasia, no resulta fácil separar el efecto de los controles de capital del efecto de la reducción de tipos de interés (que se produjo simultáneamente). Además, las entradas de capital también repuntaron en 1995. Por añadidura, en Indonesia la reducción de la recepción de capital volátil que se logró mediante el control de las OI (y/o de la reducción de los tipos de interés) se vio compensada por un incremento notable de las IC. Con respecto a la eficacia de la reducción de los controles de las salidas de capital, no parece que resultaran demasiado efectivos a la vista de que tal medida fue aplicada durante numerosos años y de que, aun así, las salidas de capital de Asia-3 fueron muy reducidas durante toda la década de los noventa (véanse las *Estadísticas Financieras Internacionales* del FMI).

Durante los años de entradas de capital se acumularon reservas en divisas en los tres países que aquí se estudian (véase gráfico 3.15, así como los estudios de Montiel, 1995, y Khan y Reinhart, 1995). En concreto, en Tailandia en torno a un tercio de las entradas netas de capital del período 1988-96 se convirtió en reservas internacionales. En Malasia entre 1989 y 1993 se acumularon reservas por valor de casi el 80% de las entradas netas de capital. Y en Indonesia entre 1989 y 1996 tal cifra ascendió al 26% de las entradas netas de capital (Esaka y Takagi, 2001). Atendiendo al crecimiento de las reservas, éste fue muy elevado: entre 1990 y 1996, las reservas de Tailandia crecieron en un 183%, las de Malasia en un 176% y las de Indonesia en un 144% (Corsetti *et al.*, 1998). Las reservas en porcentaje del PIB, aunque no se elevaron de forma tan pronunciada como las reservas en términos absolutos, también presentaron una clara tendencia alcista durante el período de mayores entradas de capital. A la vista de tales resultados se puede afirmar que las medidas para limitar la acumulación de reservas no fueron, en conjunto, del todo eficaces. Efectivamente, el refuerzo de la

apertura comercial que se dio a principios de la década de los noventa no está claro que constituyera una respuesta a las entradas de capital sino que, más bien, era parte todavía de la tendencia liberalizadora del paquete inicial de reformas; y, en cualquier caso, no se reflejó hasta los años inmediatamente anteriores a las crisis en un deterioro del saldo corriente. Además, ya se verá que dicho deterioro estuvo determinado por otros factores más que por la mera apertura de la cuenta comercial. No obstante, puede que la ligera apreciación de la moneda de Malasia en 1993 y la flexibilización de la moneda indonesia en 1994-96 coadyuvaran en la caída de las reservas sobre el PIB de ambos países, que se observa en el gráfico mencionado. En cualquier caso, la disminución de las reservas fue reflejo, al menos en parte, del deterioro del saldo corriente, el cual respondía a muchos otros factores, además de a la ligera apreciación nominal o flexibilización de la moneda.

**Gráfico 3.15:**  
**Reservas internacionales en Asia-3, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**



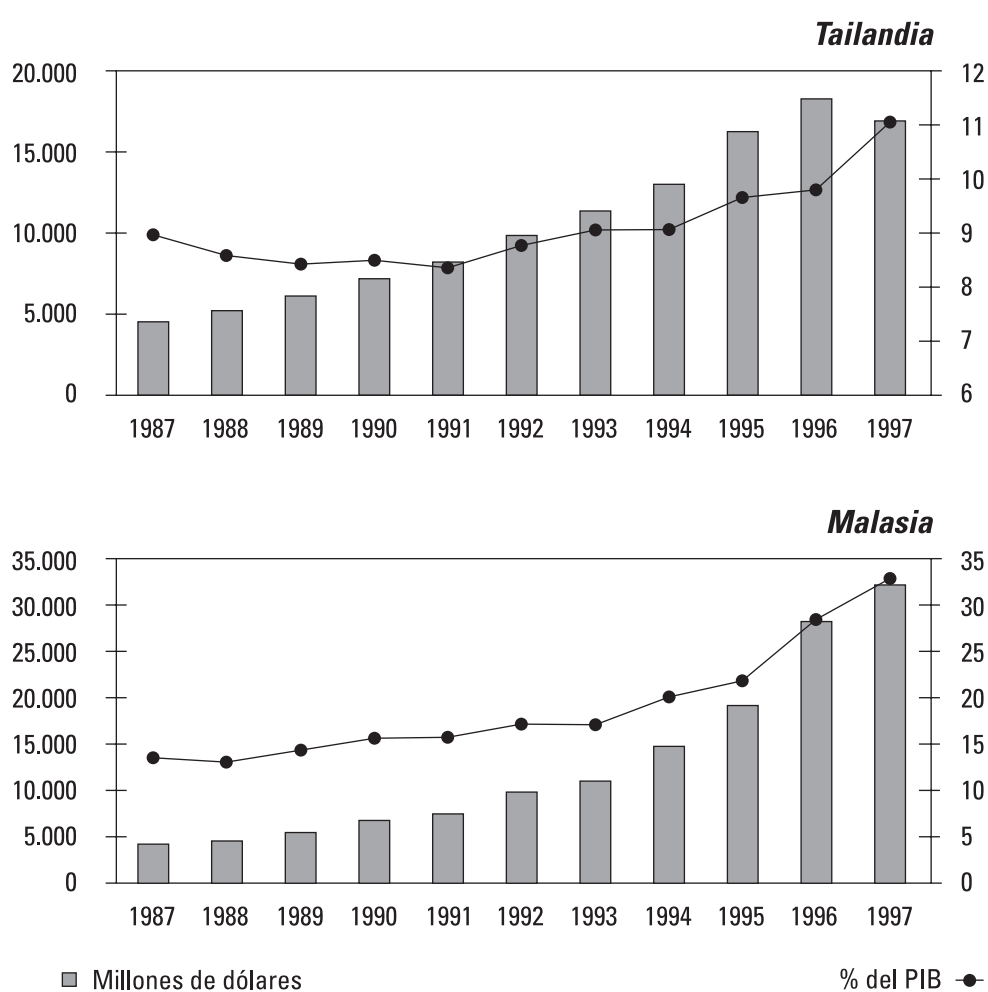


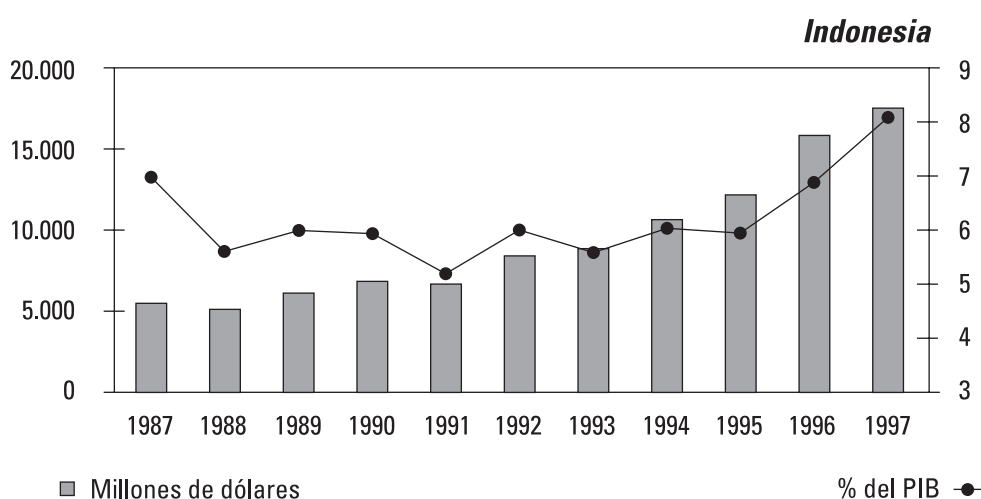
Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

Con respecto a la evolución de la base monetaria, se produjo un incremento de la misma en términos absolutos en los tres países. Si se atiende a la base monetaria como porcentaje del PIB, se ve que en Tailandia se produjo un cierto repunte desde 1992 y sobre todo en 1995, que en Malasia el crecimiento de la base monetaria sobre el PIB fue considerable, y que en Indonesia el comportamiento de esta variable fue algo más errático (ver gráfico 3.16). Según Montiel (1995) el crecimiento de la base monetaria no fue proporcional al crecimiento de las reservas en ninguno de los casos, lo que una vez más demuestra la eficacia relativa de la esterilización, la cual permitió que el crecimiento de la base monetaria no fuera tanto como habría correspondido a la acumulación de reservas. En otras palabras, el efecto del incremento de las reservas

sobre la base monetaria fue parcialmente –no totalmente– neutralizado por la restricción del crédito interno. Como ejemplo de lo dicho, Lee (1996) señala que en Tailandia la esterilización, junto con la limitación del recurso al redescuento del banco central, se tradujo en la absorción del 14% del crecimiento de las reservas entre 1988 y 1991.

**Gráfico 3.16:**  
**BM en Asia-3, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**



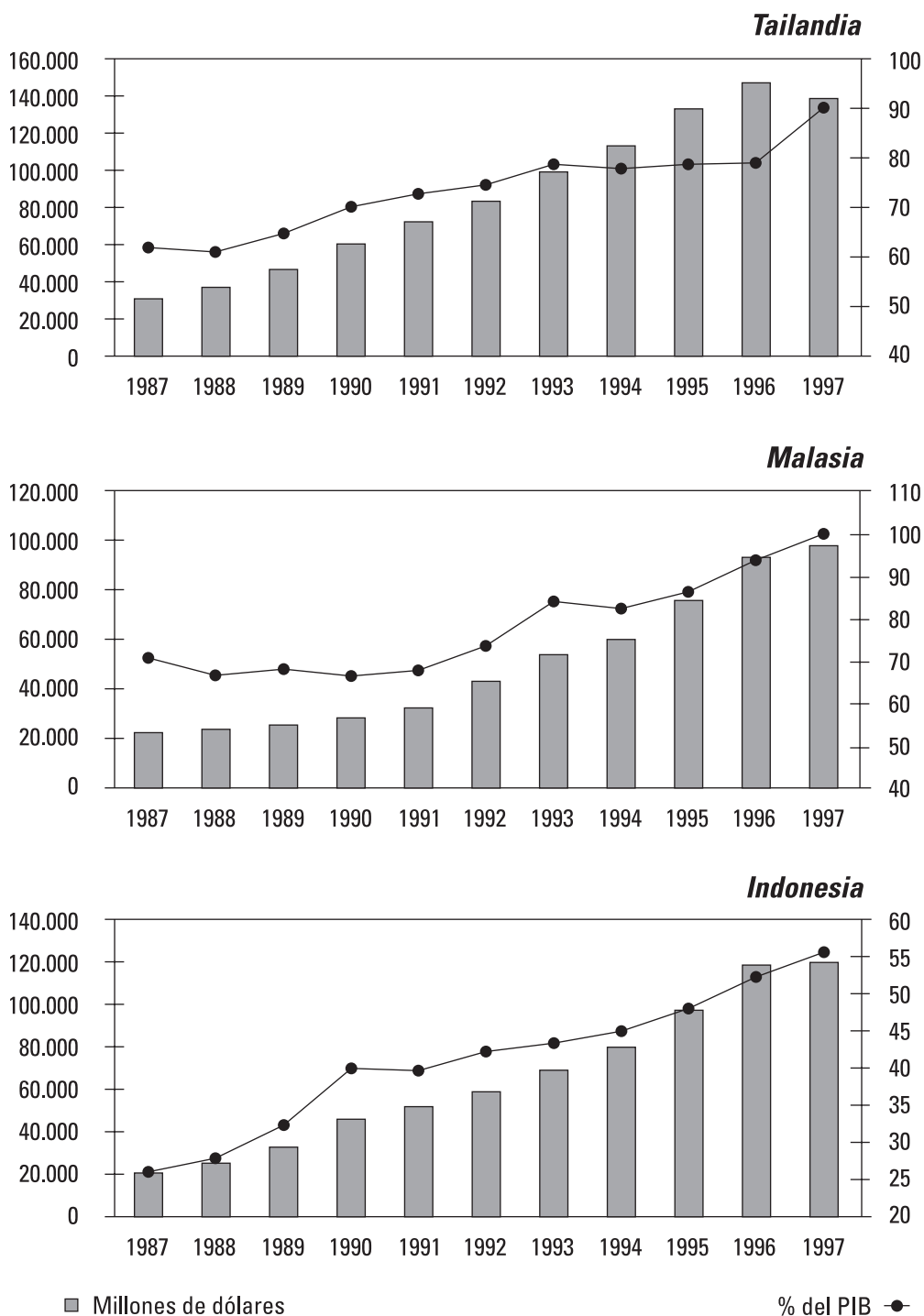


Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

El crecimiento del agregado monetario M2 se aceleró en los tres países en términos absolutos (ver gráfico 3.17, así como Montiel, 1995, y Esaka y Takagi, 2001): en Tailandia M2 creció 3,9 veces entre 1988 y 1996; y en Malasia e Indonesia creció 3,6 veces entre 1989 y 1996. El crecimiento de M2 fue particularmente elevado en los años inmediatamente anteriores a las crisis, rondando el 20% en cada uno de los países de Asia-3 en 1996 (Banco Mundial, 1998). En términos relativos al PIB, el crecimiento de M2 no fue tan notable. Por ejemplo, según Eichengreen y Fishlow (1998), en Tailandia los agregados monetarios crecieron a una tasa del 15% anual, lo cual no sería demasiado para una economía que crece al 9%. No obstante, cabe considerar que el crecimiento de M2 sobre el PIB no fue despreciable en ninguno de los tres países: en Tailandia M2 pasó del 70% del PIB en 1990 a casi el 80% en 1996; en Malasia pasó de algo más del 66% en 1990 a casi el 94% en 1996; y en Indonesia del 40% en 1990 a algo más del 52% en 1996. Además, que el crecimiento de M2 no fuera mayor puede responder no a la eficacia de las medidas de control del multiplicador monetario, sino al hecho de que la misma base monetaria sobre el PIB no experimentó un crecimiento demasiado elevado. El hecho de que sea Malasia el país donde más ha crecido M2/PIB, precisamente donde más creció la base monetaria como porcentaje del PIB, parece confirmar semejante afirmación. Montiel (1995) también considera que M2 no ha crecido más por la moderación del crecimiento de la base monetaria. Asimismo, Bennett *et al.* (1993) señalan que, en Tailandia, las medidas de control de los agregados monetarios no fueron demasiado eficaces.



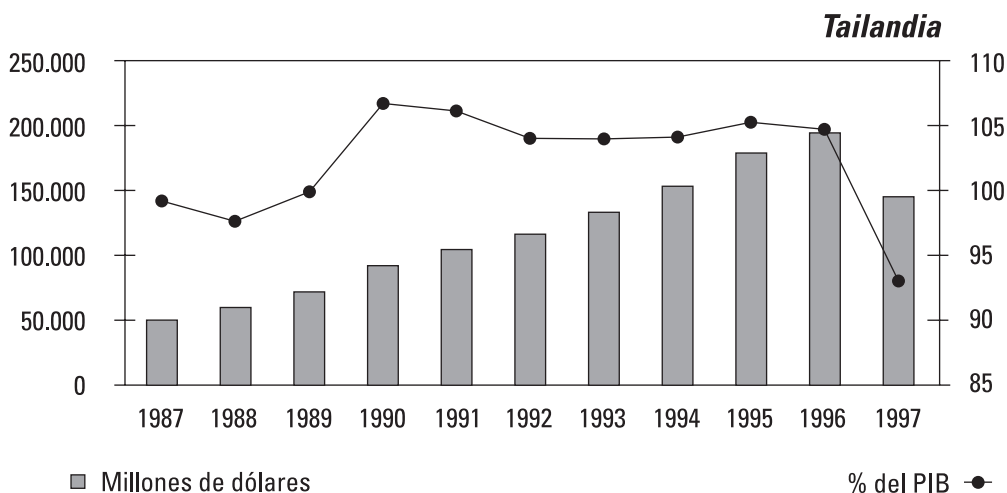
**Gráfico 3.17:**  
**M2 en Asia-3, 1987-1997**  
 (millones de dólares y % del PIB)

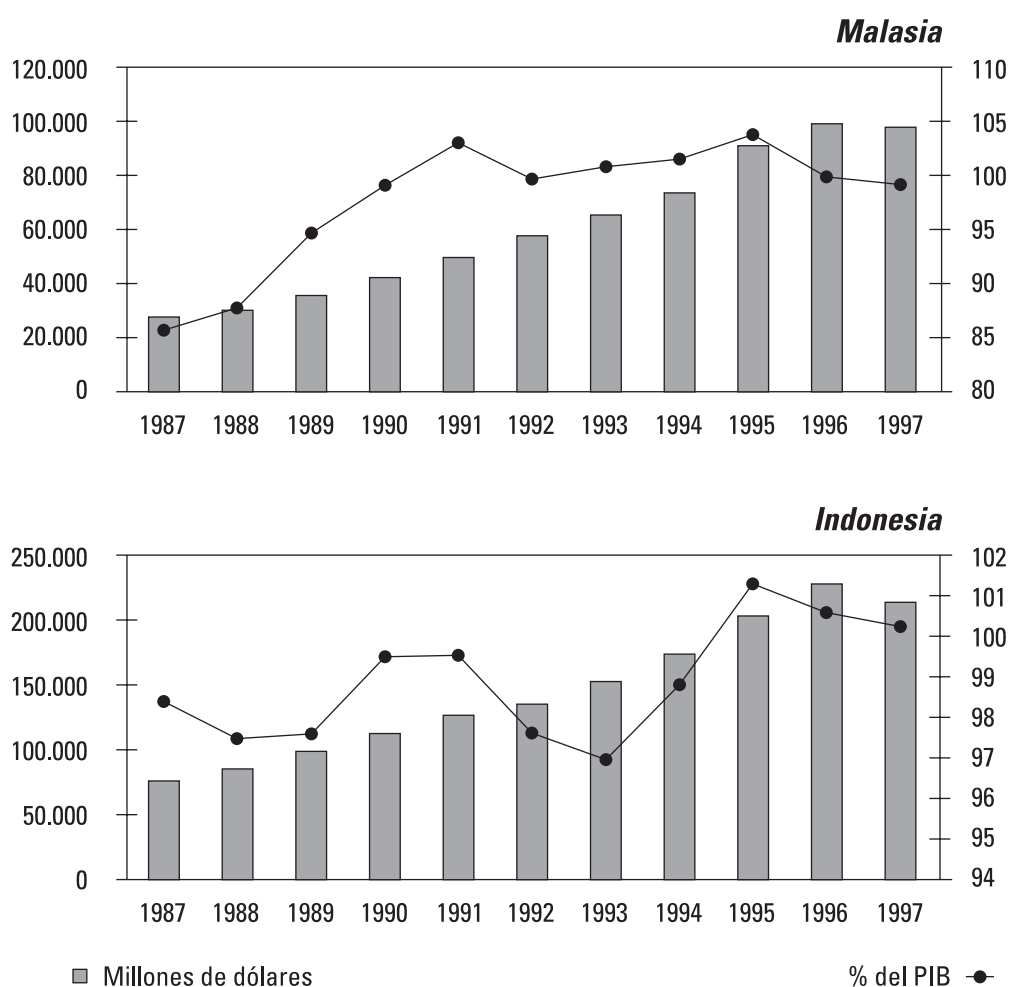


Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

Con respecto a la demanda interna (entendida como consumo e inversión públicos y privados), ésta también creció de forma notable desde el comienzo de las entradas de capital hasta el estallido de las crisis (gráfico 3.18). También en términos relativos al PIB se puede hablar de cierto crecimiento de la demanda interna en los países de Asia-3, sobre todo en los últimos años de los años ochenta y primeros de los noventa y en 1995 (precisamente los períodos en los que el capital entró con más ímpetu). Más concretamente, en Tailandia la demanda interna pasó de suponer un 97% del PIB en 1988 a ser de un 106% en 1990; y, tras una ligera caída, ésta alcanzó el 105% en 1995. En Malasia, la demanda interna relativa al PIB pasó de casi el 88% en 1988 a casi el 103% en 1991 y, de nuevo, en 1995, tras haber registrado valores muy poco menores entre un año y otro. Y, finalmente, en Indonesia la demanda interna pasó de suponer un 97% del PIB en 1988 a ser del 99% en 1991 y, tras una caída en el año 1993, del 101% en 1995.

**Gráfico 3.18:**  
**DI en Asia-3, 1987-1997**  
**(millones de dólares y % del PIB)**





Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

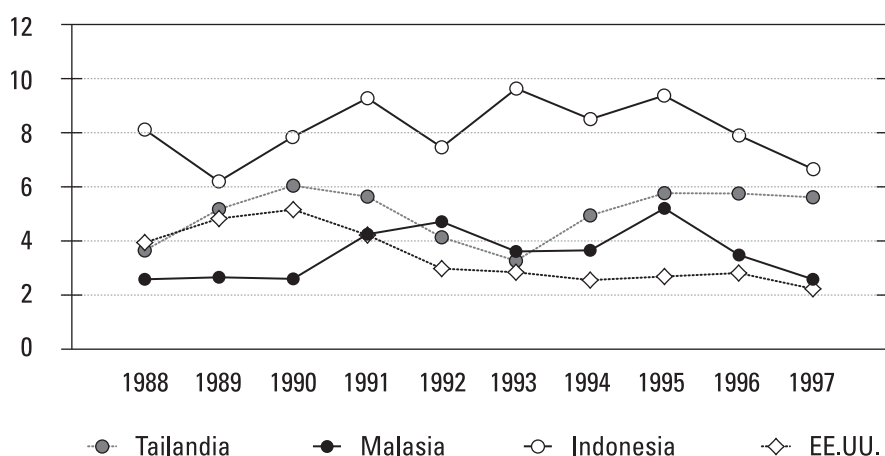
## a.2) Últimos eslabones: la inflación y/o el déficit por cuenta corriente

Evalúese, finalmente, si todas las medidas en conjunto alcanzaron el objetivo final deseado: evitar el recalentamiento de la economía, más concretamente el deterioro del saldo corriente y/o la inflación (que, a su vez, se trasladaría a una apreciación real de la moneda y ésta a un deterioro del saldo corriente). Algunos autores (BAsD 1995/96) afirman que las políticas descritas tuvieron éxito en los tres países de Asia-3 (aunque en Malasia en menor medida que en los otros dos), a la vista de que no se produjeron niveles elevados de inflación ni de apreciación real de las monedas como consecuencia de la entrada masiva de capitales. No obstante, también

cabe opinar, como hacen algunos autores (para Tailandia, Alba *et al.*, 1999), que la entrada de capital sí derivó en cierto recalentamiento de la economía, observable sobre todo en un deterioro del saldo por cuenta corriente, pero también en cierto crecimiento de la inflación.

Con respecto a la inflación (gráfico 3.19), se observa que en Tailandia ésta creció sobre todo en años en las que las entradas de capital crecieron especialmente (por ejemplo, en 1989, 1990 y 1995). En Malasia la inflación repuntó en 1992 y 1995, años en los que las entradas de capital fueron muy notables. Y en Indonesia, el comportamiento más errático de la inflación dificulta el establecimiento de ninguna relación entre ésta y las entradas de capital. En cualquier caso, la inflación no alcanzó cotas alarmantes en ninguno de los tres países, aunque Indonesia presentó tasas bastante más altas (entre el 7 y el 9%) que Tailandia (entre el 4 y el 6%) y Malasia (entre el 3 y el 5%). Por otra parte, ciertos precios en particular sí acusaron la mayor disponibilidad de liquidez en las economías de Asia-3, y éstos fueron los precios en los mercados inmobiliarios y de valores (hacia los que se canalizó, como enseguida se verá, buena parte del crédito externo). Dichos precios crecieron a tasas de dos dígitos durante 1996 en Bangkok y Yakarta (Banco Mundial, 1998).

**Gráfico 3.19:**  
**Tasas de inflación en Asia-3 y EE.UU., 1988-1997**



Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI.

Por lo que se refiere al tipo de cambio real, las opiniones de los expertos no son demasiado homogéneas. Antes del estallido de las crisis, y sobre todo en artículos anteriores a 1995, muchos autores consideraban que en Asia sudoriental no se estaba produciendo una considerable apreciación real de las monedas locales, así como había sucedido o estaba sucediendo en países latinoamericanos (Montiel, 1995; Calvo *et al.*, 1993; Corbo y Hernández, 1994). De hecho, muchos de esos artículos evaluaban positivamente el conjunto de medidas de respuesta a las entradas de capitales que se estaba llevando a la práctica en Asia oriental: una de las explicaciones que se ofrecían para la menor apreciación de las monedas asiáticas, en comparación con las latinoamericanas, era precisamente el relativo éxito de la esterilización y demás medidas de contención del recalentamiento. Otras explicaciones que se ofrecían eran, por ejemplo, que en Asia hubo más inversión que consumo, lo cual implicó una mayor demanda de importaciones (en cualquier caso, este argumento no resulta muy sólido a la vista del tipo de inversión –no productiva y en bienes no comercializables– característica de los países de Asia-3 en los años noventa, como se describe más adelante); y que en Asia hubo mayor restricción fiscal que en América Latina, lo que no sólo contiene la demanda interna de forma directa, sino también indirectamente mediante la caída del consumo público, que es sobre todo de bienes no comercializables (Calvo *et al.*, 1993; y Khan y Reinhart, 1995).

Sea como fuere, después de 1995 y, sobre todo, después del estallido de las crisis se realizaron nuevos estudios al respecto del estado de los tipos de cambio reales de los países del este de Asia, que llegaron a la conclusión de que sí que se había producido cierta caída de los mismos durante los años de grandes entradas de capital. Así, Corsetti *et al.* (1998), con datos provistos por J.P. Morgan, muestran que en la primavera de 1997 el baht tailandés se había apreciado en términos reales un 12% con respecto a su valor medio de 1990; que la apreciación real del ringgit fue algo mayor, alcanzando el 19% en ese mismo plazo (entre 1990 y la primavera de 1997); y que la rupia indonesia sufrió una apreciación real del 8% en el mismo período. Por su parte, Radelet y Sachs (1998a) indican apreciaciones bastante mayores, además de señalar la aparición de apreciaciones en países en los que según Corsetti *et al.* (1998) no se habían producido, como Corea. Más concretamente, Radelet y Sachs (1998a) indican una apreciación acumulada desde diciembre de 1990 hasta marzo de 1997 del 25%

para Tailandia, 28% para Malasia y 25% para Indonesia, produciéndose las mayores caídas del tipo de cambio real después de 1994<sup>104</sup>.

Con respecto al déficit por cuenta corriente, éste fue particularmente elevado y persistente en Tailandia y en Malasia durante todo el período de grandes entradas de capital (cuadro 3.15). En Tailandia creció sobre todo en los momentos en que éstas entradas fueron mayores, alcanzándose los máximos déficit corrientes en 1990 y 1991 (7.200 y 7.500 millones de dólares u 8,5% y 7,7% del PIB, respectivamente) y en 1995 y 1996 (cerca de 13.500 y 14.500 millones de dólares, respectivamente, u 8% del PIB). La estabilidad macroeconómica de Malasia también se resintió de considerables déficit corrientes, que asimismo se agravaron en años de mayores entradas de capital: en 1991 el déficit fue de unos 4.000 millones de dólares u 8,7% del PIB; y en 1995 fue de casi 8.500 millones de dólares o 9,7% del PIB. Indonesia padeció déficit corrientes menores, sobre todo en términos relativos al PIB, aunque éstos también fueron algo mayores en las épocas de grandes entradas de capital a Asia-3: en 1991 el déficit indonesio fue de unos 4.200 millones de dólares o 3,3% del PIB; y en 1996 fue de unos 7.600 millones de dólares o, de nuevo, 3,3% del PIB. Nótese que si se consideran las cifras obtenidas de las cuentas de ingresos nacionales (*national income accounts*), como hacen Corsetti *et al.* (1998), los déficit corrientes sobre el PIB fueron incluso algo mayores a los apuntados, que provienen de las estadísticas de la balanza de pagos. Se ha de señalar, asimismo, que los déficit por cuenta corriente tuvieron su origen fundamentalmente en la existencia de déficit comerciales (véase Corsetti *et al.*, 1998). De ahí que en este trabajo se identifiquen los problemas de cuenta corriente con problemas de competitividad comercial.

---

<sup>104</sup> La moneda tailandesa se apreció en un 11% desde diciembre de 1990 hasta diciembre de 1994 y en un 14% desde diciembre de 1994 hasta marzo de 1997; siendo estas cifras del 14% y 14% para la moneda de Malasia, y del 8% y 17% para la indonesia (Radelet y Sachs, 1998a, cuadro 10).

**Cuadro 3.15:**  
**Saldo por cuenta corriente en Asia-3, 1987-1997 (% del PIB)**

		1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Tailandia</b>	Balanza de pagos	-0,72 <sup>a</sup>	-2,68	-3,46	-8,53	-7,71	-5,66
	Contabilidad nacional	—	—	—	-8,74	-8,61	-6,28
<b>Malasia</b>	Balanza de pagos	8,15	5,38	0,83	-2,03	-8,69	-3,72
	Contabilidad nacional	—	—	—	-2,27	-9,08	-4,06
<b>Indonesia</b>	Balanza de pagos	-2,68	-1,58	-1,09	-2,61	-3,32	-2,00
	Contabilidad nacional	—	—	—	-4,40	-4,40	-2,46

		1993	1994	1995	1996	1997
<b>Tailandia</b>	Balanza de pagos	-5,07	-5,59	-8,05	-7,94	-1,96
	Contabilidad nacional	-6,50	-7,16	-9,00	-9,18	—
<b>Malasia</b>	Balanza de pagos	-4,66	-6,23	-9,70	-4,63	-4,90
	Contabilidad nacional	-10,11	-11,51	-13,45	-5,99	—
<b>Indonesia</b>	Balanza de pagos	-1,33	-1,58	-3,18	-3,37	-2,27
	Contabilidad nacional	-0,82	-1,54	-4,25	-3,41	—

a: El signo negativo significa déficit.

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; datos de contabilidad nacional; y cálculos propios.

Hay que ser cautos a la hora de vincular la apreciación real de las monedas y/o un exceso de demanda de bienes comercializables con los déficit corrientes. Parece que a apreciaciones reales de la magnitud de las aparecidas en Asia-3 no corresponden saldos corrientes tan negativos. Existen otros factores no relacionados con el crecimiento de la demanda interna que asimismo coadyuvaban en el deterioro del saldo corriente de los años previos a la crisis, de los que se dará cuenta más adelante (epígrafe C del capítulo 4).

En resumen, parece que algunas de las políticas utilizadas para combatir la aparición de recalentamiento como consecuencia de las entradas de capital tuvieron

cierto éxito, a juzgar por el hecho de que el crecimiento de algunas de las variables de la cadena de acontecimientos analizada anteriormente –como, por ejemplo, la base monetaria o la inflación– no fue tan pronunciado como podría haber sido dada la magnitud de esas entradas de capital. No obstante, se observan, en definitiva, una considerable inflación de los precios de ciertos activos (inmobiliarios y bursátiles), la apreciación real de las monedas de los países analizados y notables déficit por cuenta corriente (no tanto en Indonesia como en Tailandia y Malasia, no obstante). Más adelante (epígrafe C del capítulo 4) se verá que la magnitud de estos problemas se explica en parte por factores no relacionados con las entradas de capital y/o la gestión macroeconómica, pero ello no niega el que las entradas de capital y su (no del todo eficaz) gestión también coadyuvaran en su aparición.

#### **b) La fragilidad financiera en Tailandia, Malasia e Indonesia**

Corresponde ahora analizar si las entradas de capital junto con la gestión de las mismas (las medidas dedicadas a evitar el deterioro del sistema financiero interno y también algunas de las destinadas a evitar el recalentamiento) derivaron o no en una mayor fragilidad financiera. Recuérdese que en el análisis realizado en el apartado teórico al respecto de la fragilidad financiera se consideraba que ésta presenta varias vertientes, y que una de las posibles clasificaciones de esas vertientes las divide en riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo de cambio. Pues bien, a continuación se analiza, mediante diversos indicadores, si en los países de Asia-3 alguno de estos riesgos se volvió particularmente elevado a lo largo del período de grandes entradas de capital.

Para facilitar la discusión se va a hacer referencia a las instituciones financieras como las tomadoras de los riesgos financieros que se discuten; y no tanto a las empresas privadas no financieras. Se va a hacer así por los siguientes motivos. (1) Excepto en el caso de Indonesia, los bancos fueron protagonistas de la toma de préstamos extranjeros (que, a su vez, constituían gran parte de las OI). Pero incluso cuando no lo fueron (como en Indonesia), el análisis que sigue sería aplicable si en el lugar de las instituciones financieras se sitúa a las empresas privadas no financieras que se estaban endeudando con el exterior y canalizando el crédito hacia la economía



interior. (2) Los bancos también fueron protagonistas de la emisión y venta de bonos a agentes extranjeros –además de que parte de las acciones adquiridas por no residentes eran de empresas financieras–, con lo que también buena parte de la IC estuvo intermediada por el sistema financiero interno<sup>105</sup>.

### **b.1) El riesgo de crédito**

Con respecto al riesgo de crédito, recuérdese que éste consiste, expresado de forma quizá demasiado sucinta, en la posibilidad de que los prestamistas nacionales (normalmente las instituciones financieras) no puedan recuperar el dinero prestado. Recuérdese, asimismo, que este riesgo aumenta notablemente con la sobreintermediación de fondos extranjeros, cuyas características son: la toma excesiva de préstamos del exterior, la canalización de esos fondos mediante un crédito excesivo (*boom* de crédito) y la mala calidad de ese crédito (otorgado para inversiones poco rentables o muy arriesgadas, o para financiar un incremento del consumo).

Con respecto a la toma excesiva de préstamos, ya se analizó anteriormente la evolución de las OI en los países de Asia-3, concluyéndose que ésta había sido particularmente elevada en los años previos a las crisis tanto en Tailandia como en Malasia, pero no tanto en Indonesia.

Con respecto al *boom* de crédito obsérvese que éste fue efectivamente una realidad en Asia-3 durante la década de los noventa. Por una parte, puede verse en el mismo crecimiento de M2/PIB, descrito anteriormente. Por otra parte, puede contemplarse de forma más directa en el crecimiento del crédito otorgado por las instituciones financieras nacionales. El crédito de los bancos de depósito (bancos comerciales y otros bancos que aceptan depósitos transferibles) creció notablemente en esos años, tanto en términos absolutos (véase la tasa de crecimiento del crédito en el cuadro 3.16), como en términos relativos al PIB (véase en ese mismo cuadro los

---

<sup>105</sup> Corsetti *et al.* (1998) construyen un índice de intermediación bancaria, y concluyen que dicho índice alcanzó valores elevados para Tailandia y Malasia (no tanto para Indonesia por el hecho de que fueron las empresas las que se endeudaron con el extranjero). En concreto, el ratio de intermediación en el segundo cuarto de 1997 había alcanzado el 86% en Tailandia, el 77% en Malasia y el 39% en Indonesia.

valores del crédito bancario en porcentaje del PIB). En concreto, en Tailandia los préstamos al sector privado de este tipo de bancos pasó de ser del 64% del PIB en 1990 a casi el 100% en 1996; en Malasia el crédito sobre el PIB pasó de ser del 71% en 1990 a casi el 90% en 1996; y en Indonesia del 46% a algo más del 55% (lo que supone niveles de crédito mucho menores). Resulta algo más complicado analizar el *boom* de crédito no generado por los bancos de depósito sino por otros tipos de bancos y las IFNB. Baste con hacer referencia a los resultados del estudio de Corsetti *et al.* (1998) para constatar la participación de estos otros tipos de instituciones en la expansión del crédito al sector privado en estos países. Según dicho estudio, en Tailandia, el *boom* de crédito de las compañías financieras y de seguros fue incluso mayor que el de los bancos de depósito<sup>106</sup>. En Malasia, atendiendo a datos para otras instituciones bancarias de 1992-95 y para IFNB de 1990-94, se concluye que el crecimiento del crédito de todas ellas fue similar al de los bancos de depósito. Finalmente, en Indonesia la expansión del crédito tanto de los bancos de depósito (como ya se ha señalado) como de las demás instituciones financieras no fue tan elevada. Y es que Indonesia presentó la particularidad de que no tuvo tanta intermediación bancaria como Tailandia o Malasia, sino que los fondos extranjeros se canalizaron directamente al sector empresarial privado no financiero (tal y como se derivó anteriormente del análisis de las entradas de capital a este país).

---

<sup>106</sup> Corsetti *et al.* (1998) construyen un índice de *boom* de crédito para los bancos de depósito y otro para las demás instituciones financieras. Atendiendo a dicho índice, el crecimiento del crédito de esas otras instituciones financieras en Tailandia fue del 133%, frente al 51% correspondiente a los bancos de depósito.

**Cuadro 3.16:**  
**Crédito de los bancos de depósito al sector privado en Asia-3, 1987-1997**  
**(% del PIB y tasa de crecimiento en %)**

		1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Tailandia</b>	En % del PIB	47,30	51,04	56,30	64,52	67,70	72,24
	Tasa de crecimiento <sup>a</sup>	—	29,49	31,32	34,76	20,45	20,52
<b>Malasia</b>	En % del PIB	64,44	61,37	66,59	71,44	75,29	74,34
	Tasa de crecimiento	—	8,68	22,34	21,16	20,58	10,79
<b>Indonesia</b>	En % del PIB	21,79	25,98	32,52	46,07	45,79	45,51
	Tasa de crecimiento	—	38,44	50,49	66,33	17,82	12,29

		1993	1994	1995	1996	1997
<b>Tailandia</b>	En % del PIB	79,78	90,90	97,49	99,97	118,69
	Tasa de crecimiento	24,03	30,26	23,76	14,65	22,21
<b>Malasia</b>	En % del PIB	74,06	74,61	84,82	89,81	100,37
	Tasa de crecimiento	10,80	16,04	30,65	20,82	23,34
<b>Indonesia</b>	En % del PIB	48,90	51,88	53,48	55,43	61,03
	Tasa de crecimiento	25,48	22,97	22,57	21,45	29,32

a: Tasa de crecimiento de los valores en términos absolutos.

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

El análisis de las tasas de inversión, y su comparación con las tasas de ahorro, también podría revelar la disponibilidad de una gran cantidad de fondos extranjeros, canalizados por el sistema financiero hacia la economía de estos países. Las tasas de inversión durante los años noventa fueron muy elevadas, muy por encima de las tasas de inversión de países latinoamericanos, por ejemplo; y, lo que es más importante, se situaron, en algunos años, por encima de las en absoluto despreciables tasas de ahorro de estos países asiáticos (véase el cuadro 3.17). En concreto, la inversión en Tailandia rondó el 40% del PIB entre 1990 y 1996; en Malasia se situó entre el 30 y el 40%; y en Indonesia superó, en todos esos años, el 30%. Entretanto, las tasas de ahorro fueron de no más del 35% en casi ningún año del período 1990-96 en Tailandia; en Malasia,

fueron superadas por la inversión en 1991 y, sobre todo, en 1995 y 1996; y finalmente, en Indonesia, cayeron por debajo de la inversión en esos mismos años previos a la crisis (1995 y 1996).

**Cuadro 3.17:**  
**Inversión interna bruta y ahorro interno bruto en Asia-3, 1988-1996 (% del PIB)**

		1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 <sup>a</sup>
<b>Tailandia</b>	Inversión	28,8	31,5	41,3	42,7	40,0	40,4	41,0	40,0	43,8
	Ahorro	29,8	31,1	34,2	35,2	35,2	35,0	35,2	34,2	35,3
<b>Malasia</b>	Inversión	26,0	29,0	31,2	35,8	33,6	35,1	38,7	40,6	45,1
	Ahorro	36,3	34,0	33,4	32,0	35,0	35,4	37,6	37,2	38,8
<b>Indonesia</b>	Inversión	31,5	35,2	30,7	32,0	32,4	33,2	34,0	38,3	37,7
	Ahorro	34,0	37,5	32,3	33,5	35,3	35,3	35,3	36,0	33,7

a: Las cifras del año 1996 corresponden a la inversión interna bruta en porcentaje del PNB y al ahorro nacional bruto en porcentaje del PNB.

Fuente: *Asian Development Outlook* (varios años), BAsD.

Lo que resulta asimismo interesante es qué tipo de actividades se financiaron con ese *boom* de crédito. Buena parte del capital intermediado en el sistema financiero se dedicó a inversiones en actividades no productivas (inmobiliaria y mercados de valores), en lugar de dedicarse a actividades productivas<sup>107</sup>. Así, en los países de Asia-3 entre el 25 y el 40% del total del crédito bancario se dirigió al sector de la propiedad (Makin, 1999). En Tailandia, por ejemplo, mientras que el crédito al sector manufacturero se multiplicó por diez entre 1985 y 1996, el crédito al sector inmobiliario se multiplicó por 22 en ese mismo período (Islam, 1998). El caso de Malasia resulta asimismo interesante por el evidente cambio de destino de los préstamos que se produjo en 1996, cuando éstos pasaron de financiar sobre todo actividades manufactureras a financiar la compra de acciones: el crecimiento del crédito para actividades manufactureras pasó de ser del 30,7% en 1995 a ser del 14% en 1996; mientras que el crecimiento del crédito para la compra de acciones pasó del

<sup>107</sup> El crédito, efectivamente, se canalizó fundamentalmente hacia inversiones no productivas, aunque también hubo algún caso de aumento del consumo financiado con el crédito bancario. Por ejemplo, “los préstamos en Tailandia para la compra de automóviles contribuyeron a que Bangkok se convirtiera en el mayor mercado de Mercedes Benz fuera de Alemania antes de la crisis de 1997” (Mahar y Williamson, 1998, pág. 52).

4% en 1995 al 20,1% en 1996. Así, a finales de 1996, el 42,6% de la exposición al riesgo del sistema financiero de Malasia se debía al sector de la propiedad, frente al 21% que se debía a sectores manufactureros (Corsetti *et al.*, 1998). Si la canalización del crédito hacia los mercados inmobiliarios y de valores supone un incremento del riesgo de crédito es porque habitualmente son mercados particularmente volátiles, y consiguientemente arriesgados. Alba *et al.* (1998) señalan que los mercados inmobiliarios asiáticos no eran una excepción, a la vista de las fluctuaciones que se produjeron en los mismos durante la década de los noventa.

La sobreinversión en los mercados inmobiliarios y de valores, y la consiguiente aparición de una burbuja de precios, es observable en los índices bursátiles y los índices bursátiles para el sector inmobiliario, que aparecen en el cuadro 3.18. En Tailandia el índice bursátil creció en un 175% (395% para el sector inmobiliario) entre 1990 y 1993. En Malasia los precios de las acciones crecieron en un 145% (160% para el sector inmobiliario) entre 1990 y 1996; incluso habiéndose dado menores niveles en 1994 y 1995. Y en Indonesia el crecimiento del índice bursátil en 1990-96 fue menor, del 53%; y su mercado bursátil presentó un mayor grado de volatilidad. Por otra parte, el exceso de inversión en el sector inmobiliario se hizo patente en las elevadas tasas de desocupación de edificios residenciales y sobre todo comerciales (cuadro 3.19): en 1997 éstas fueron del 15% en Bangkok y del 10% en Yakarta.

**Cuadro 3.18:**  
**Índice bursátil e índice bursátil del sector inmobiliario en Asia-3, 1990-1997**

		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Tailandia</b>	Índice bursátil	612	711	893	1.682	1.360	1.280	831	372
	Del sector inmobiliario	74	82	168	367	232	192	99	7
<b>Malasia</b>	Índice bursátil	505	556	643	1.275	971	995	1.237	594
	Del sector inmobiliario	113	113	126	369	240	199	294	64
<b>Indonesia</b>	Índice bursátil	417	247	274	588	469	513	637	401
	Del sector inmobiliario	–	119	66	214	140	112	143	40

Fuente: Corsetti *et al.* (1998), cuadros 10 y 11.

**Cuadro 3.19:**  
**Tasas de desocupación de oficinas en Asia-3, 1997-1999**

	1997 <sup>a</sup>	1998-99 <sup>b</sup>
<b>Bangkok</b>	15%	20%
<b>Kuala Lumpur</b>	3%	20%
<b>Yakarta</b>	10%	20%

a: Estimación realizada en 1998.

b: Previsión realizada en 1998.

Fuente: J.P. Morgan.

Otros dos indicadores de la mala calidad de las inversiones en estos países serían, por una parte, el *incremental capital output ratio* (ICOR) y la proporción de préstamos de dudoso cobro. El ICOR ofrece la relación entre la tasa de inversión sobre el PIB y la tasa de crecimiento económico. Cuanto mayor sea la tasa de inversión sobre el PIB, dada una misma tasa de crecimiento económico, menor estará siendo la eficiencia de la inversión. Pues bien, el ICOR creció considerablemente tanto en Tailandia como en Malasia (pero no en Indonesia) entre los períodos 1987-92 y 1993-96 (cuadro 3.20). Y la proporción de préstamos de dudoso cobro sobre el total de préstamos concedidos era considerablemente elevado en el momento en que estallaron las crisis: 19% en Tailandia, 16% en Malasia y 17% en Indonesia (Corsetti *et al.*, 1998)<sup>108</sup>.

**Cuadro 3.20:**  
**Ratio incremental capital-producto (ICOR) en Asia-3, 1987-1996**

	1987-1992	1993-1996
<b>Tailandia</b>	3,4	5,1
<b>Malasia</b>	3,7	4,8
<b>Indonesia</b>	4,0	3,8

Fuente: J.P. Morgan; y cálculos propios.

<sup>108</sup> Algunos otros estudios empíricos (recogidos, por ejemplo, en Goldstein, 1998) dan otras cifras para la proporción de préstamos de dudoso cobro en las economías de Asia-3. En cualquier caso, ningún autor defiende que no se produjera una escalada de dicha proporción en los años previos a las crisis.

## **b.2) El riesgo de cambio**

Recuérdese que otro de los riesgos que puede aparecer con las entradas de capital es el riesgo de cambio, que constituye un verdadero problema de fragilidad financiera en el caso de no estar convenientemente cubierto. Por una parte, se habría de señalar aquí la existencia en Asia-3 de un desajuste de denominaciones entre los pasivos y los activos de las empresas nacionales; y, por la otra, la no cobertura del riesgo de cambio originado en tal desajuste.

Así, por una parte, hay que estudiar aquí si en los países de Asia-3 efectivamente había un desajuste entre las denominaciones de los activos y los pasivos de los agentes nacionales, lo que supondría la existencia de riesgo de cambio: es decir, hay que analizar si las empresas financieras (o no financieras) se endeudaban en moneda extranjera, mientras que prestaban en moneda local para (o invertían en) proyectos que, por lo general, no generaban divisas. El hecho de que las empresas de Tailandia, Malasia o Indonesia se endeudaban en moneda extranjera y canalizaban el capital en moneda local no es fácil de demostrar, a no ser que sea mediante argumentos lógicos o datos parciales. De hecho, no se han encontrado entre las estadísticas suministradas por los bancos centrales de estos países, o las de organismos internacionales (FMI, BPI...), índices del desajuste de denominaciones entre pasivos y activos de los países asiáticos. Es más, estudios exhaustivos de las crisis asiáticas, profusos en información estadística (como Corsetti *et al.*, 1998), no ofrecen datos ni del endeudamiento en moneda extranjera ni del crédito interno en moneda local. Por su parte, Domaç y Martínez-Peria (2000) utilizan una *proxy* del desajuste de denominaciones (ratio pasivos externos/activos externos), que ellos mismos tachan de imprecisa: por una parte, porque da por sentado que los pasivos externos están denominados en moneda extranjera en los países en desarrollo y, por otra parte, porque ante la escasez de datos al respecto toma como dado que el crédito se canaliza en moneda local.

Así pues, baste aquí con argumentos lógicos y los datos parciales ofrecidos a lo largo de este trabajo para mostrar –ya que no demostrar– la existencia de un desajuste de denominaciones entre los pasivos y los activos de las empresas de Asia-3. Por una

parte, se puede considerar, en virtud de los argumentos expuestos, por ejemplo, por Eichengreen y Hausmann (1999), que los países en desarrollo (entre los que se contarían los de Asia-3) no tienen acceso al capital extranjero en moneda local; es decir, que el capital extranjero en dichos países está en su mayoría denominado en moneda extranjera. El motivo principal que esgrimen estos autores es la desconfianza generalizada de los inversores internacionales en las monedas de los países no desarrollados. Asimismo, se puede considerar que en economías no dolarizadas (que no hayan sustituido ni *de iure* ni *de facto* su moneda por otra más fuerte) las transacciones entre agentes residentes se producen en la moneda nacional, con lo que no hay motivo para pensar que, en Asia-3, el crédito interno se producía en moneda extranjera. Con respecto a los datos parciales, Tang y Villafuerte (1995) señalan que la denominación de los bonos emitidos en los PDAP solía ser en dólares. Así, en 1993 el 80% de los bonos que emitieron los PDAP estaba denominado en dólares, frente al 16% que lo estaba en yenes y al 3% que lo estaba en otras monedas. Y no hay por qué considerar que los países de Asia-3 eran una excepción entre los demás PDAP. Además, el BIBF de Tailandia y el IOFC de Malasia canalizaron crédito en moneda extranjera, principalmente en dólares, con lo que las OI también estaban denominadas, en gran medida, en moneda extranjera. Finalmente, el hecho de que una parte creciente del crédito se estuviera dedicando a la financiación de actividades inmobiliarias o bursátiles indica que una parte creciente del capital extranjero (denominado en divisas) estaba prestándose, no sólo en moneda local, sino para proyectos no generadores de divisas.

Por otra parte, parece que en los países de Asia-3 no sólo existía un considerable desajuste entre las denominaciones de los pasivos y de los activos bancarios, sino que además existían importantes incentivos a que el riesgo de cambio no se cubriera adecuadamente (cuadro 3.21): los elevados diferenciales de tipos de interés, sumados a la baja volatilidad de los tipos de cambio, pudieron hacer creer a los agentes financieros que apenas existía riesgo de cambio y que, por tanto, no era necesario incurrir en el coste de cubrirlo (Eichengreen y Hausmann, 1999).



**Cuadro 3.21:**  
**Condiciones macroeconómicas relacionadas con la no cobertura**  
**del riesgo de cambio de los préstamos en moneda extranjera en Asia-3,**  
**enero de 1991-junio de 1997**

	Tailandia	Malasia	Indonesia
Diferencial de tipos de interés <sup>a</sup>	4,0	1,6	11,5
Apresiasi anual media (con respecto al dólar)	-0,3	1,2	-3,8
Volatilidad del tipo de cambio (con respecto al dólar) <sup>b</sup>	1,2	2,6	0,7

a: Tipo de interés de depósito nacional menos el LIBOR (en dólares). Diferencial en puntos porcentuales.

b: Desviación típica de la desviación porcentual del tipo de cambio.

Fuente: Banco Mundial (1999).

### **b.3) El riesgo de liquidez**

Recuérdese que otra de las fuentes de fragilidad del sistema financiero interno es el desajuste entre los vencimientos de los activos y de los pasivos de los prestatarios nacionales. De existir este desajuste, dichos prestatarios son vulnerables a que los prestamistas no estén dispuestos a renovar su crédito, con lo que se imposibilitaría la financiación de los proyectos de más largo plazo para los que se estuviera prestando.

Para evaluar el grado de liquidez de las economías de los países de Asia-3 se puede atender a las cifras sobre endeudamiento a corto plazo provistas por el BPI. Recuérdese aquí lo que ya se señaló al describir el grado de volatilidad del capital entrante: a finales de 1996, la suma consolidada de los préstamos extranjeros en cualquier moneda y de los préstamos nacionales en moneda extranjera con vencimiento igual o inferior a un año suponía una elevada proporción del total de préstamos (el 65% en Tailandia, el 50% en Malasia y el 62% en Indonesia). La peligrosa contraparte del endeudamiento a corto plazo era la canalización del crédito hacia proyectos no rentables en ese corto plazo. Recuérdese, en primer lugar, que las entradas de capital ayudaron a financiar inversiones en actividades inmobiliarias y mobiliarias, que aumentan el riesgo de crédito (como ya se vio), pero que también aumentan el de liquidez por no facilitar rentabilidades a tan corto plazo como el del capital entrante. En segundo lugar, otra buena parte del crédito externo se canalizó a

actividades productivas, pero con rendimientos a largo plazo. Por ejemplo, en Tailandia, parte del dinero que se tomó prestado se dirigió a los sectores del acero, papel, cemento y petroquímica (Laurisden, 1998). Con ello, si bien no aumentaba necesariamente la posibilidad de que estos países fueran insolventes en el futuro, sí que aumentaba el riesgo de liquidez.

Una mejor medida del grado de liquidez de una economía es el ratio de deuda a corto plazo sobre reservas internacionales. Si este ratio es mayor al 100%, ello significa que en caso de que los prestamistas no estuvieran dispuestos a renovar su crédito la cantidad de reservas existente sería insuficiente para hacer frente a las obligaciones contraídas con dichos prestamistas, incluso sin contar entre éstas las obligaciones a largo plazo y los intereses sobre toda la deuda. El ratio deuda externa a corto plazo sobre reservas había alcanzado niveles importantes en algunos países de Asia-3 a mediados de 1997. En concreto, este ratio fue, en junio de 1997, de 145% en Tailandia y de 170% en Indonesia (donde ya era elevado desde años antes). Malasia, por contra, presentó un ratio de deuda a corto plazo sobre reservas bastante menor (61% también a mediados de 1997), debido a los menores niveles de endeudamiento a corto plazo de este país (véase el cuadro 3.22).

**Cuadro 3.22:**  
**Deuda externa a corto plazo en Asia-3, 1994-1998**  
**(% de las reservas internacionales)**

	Junio de 1994	Junio de 1997	Junio de 1998
<b>Tailandia</b>	99	145	107
<b>Malasia</b>	25	61	56
<b>Indonesia</b>	172	170	154

Fuente: BPI y FMI.

### **c) Conclusiones**

Como conclusión a este epígrafe se puede decir que si bien los problemas de recalentamiento en Asia-3 fueron notables, la fragilidad financiera de estas economías resulta aún más evidente.

Una cita del Banco Mundial resume bien la interacción entre entradas de capital y gestión macroeconómica que derivó en la aparición de dichos problemas de recalentamiento y fragilidad financiera, tal y como se ha defendido en todo este capítulo: “La política macroeconómica en Asia oriental creó, por descuido, incentivos para que los agentes privados aprovecharan el fácil acceso al capital internacional, y esos flujos financiaron un *boom* de crédito interno. Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia experimentaron una acusada aceleración de la demanda interna. La combinación de política macroeconómica utilizada para hacer frente a las presiones de recalentamiento y entradas de capital en los noventa supuso un impulso para aún mayores entradas de capital, particularmente para la acumulación de obligaciones externas, a corto plazo y no cubiertas” (Banco Mundial, 1998, pág. 6).

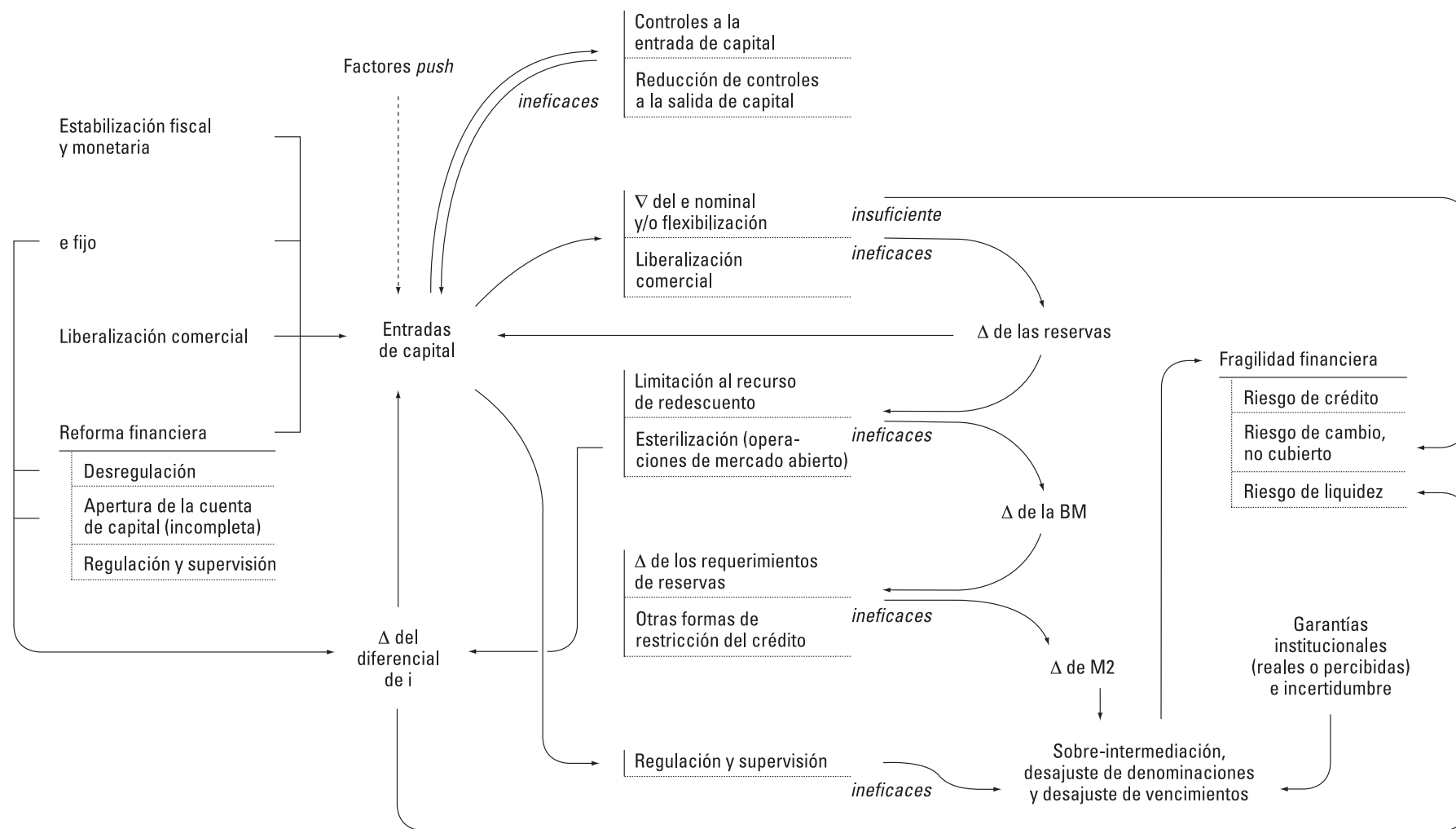
Expresando lo mismo con los términos que se vienen utilizando en esta tesis: la política macroeconómica en Asia oriental posibilitó o fomentó la entrada de capital extranjero. Esa entrada de capital extranjero alimentó tanto el recalentamiento (incremento de la demanda interna en las palabras del Banco Mundial) como la fragilidad financiera (*boom* de crédito en las palabras del Banco Mundial). La combinación de política macroeconómica utilizada para hacer frente a esos problemas supuso un impulso para mayores entradas de capital, sobre todo capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio. Así, esa combinación de políticas de respuesta no evitaron (o incluso reforzaron) el recalentamiento o la fragilidad financiera en Asia-3.

Véanse, finalmente, los gráficos 3.20 y 3.21, en los que se trata de ilustrar los procesos que acaban de relatarse en todo este capítulo: la implantación de ciertas políticas de ajuste estructural, las consecuentes entradas de capital, las medidas de política económica con las que se intenta hacer frente a los efectos de dichas entradas, su relativa ineficacia y los resultados de todo el proceso de interacción entre entradas de capital y gestión macroeconómica: el recalentamiento (gráfico 3.20) y la fragilidad financiera (gráfico 3.21).

a: Los elementos rodeados de línea discontinua son partes del elemento subrayado con línea continua que esté sobre ellos; y las flechas de rayas se originan en elementos exógenos al análisis realizado en este trabajo.



**Gráfico 3.21: Entradas de capital y gestión macroeconómica en Asia-3: el camino hacia la fragilidad financiera<sup>a</sup>**



a: Los elementos rodeados de línea discontinua son partes del elemento subrayado con línea continua que esté sobre ellos; y las flechas de rayas se originan en elementos exógenos al análisis realizado en este trabajo.

## **CAPÍTULO 4.**

### **LAS CRISIS FINANCIERAS DE TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA: EL PAPEL DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y LA GESTIÓN MACROECONÓMICA**

Hasta aquí se ha relatado cómo los países de Asia-3 llevaron a cabo una serie de políticas de corte neoliberal que funcionaron como factores *pull* de grandes cantidades de capital extranjero y que determinaron, al menos en parte, la particular estructura de dicho capital (capital volátil y denominado en moneda extranjera). Asimismo, se ha narrado cómo esos capitales redundaron en un cierto deterioro de parámetros fundamentales comerciales y financieros (recalentamiento y fragilidad financiera), a pesar de —o incluso gracias a— las políticas que se aplicaron para tratar de evitar ese deterioro.

Este capítulo pretende defender que las crisis de Asia-3 son explicables con las teorías escogidas en el epígrafe C del capítulo 2 (algunos modelos de segunda generación y teorías complementarias). Es decir, se pretende defender que el deterioro de los parámetros fundamentales comerciales y financieros abrieron la puerta al autocumplimiento de las expectativas (de devaluación y/o de quiebras bancarias) de los agentes privados, tal y como ocurre en algunos modelos de segunda generación (más o menos reinterpretados). Asimismo, se pretende defender que Asia-3 no sólo fue víctima de ese deterioro de los parámetros fundamentales y ese autocumplimiento de las expectativas propios de los modelos de segunda generación, sino que también lo fue de los otros procesos explicados en el capítulo 2: el contagio (en concreto, el contagio puro), ciertos comportamientos racionales pero ineficientes que se dan en los mercados financieros internacionales, y la retroalimentación entre una crisis bancaria y una crisis cambiaria.

Pero no se va a abordar directamente la discusión de si en Asia-3 el recalentamiento y la fragilidad financiera desempeñaron el papel descrito en los modelos de segunda generación. Resulta importante comenzar, en cambio, por una descripción de las crisis mismas: de la inestabilidad previa, de su cronología en uno y otro país, de sus síntomas, de sus efectos inmediatos... (epígrafe A). Asimismo, cabe

considerar pertinente la presentación de las principales interpretaciones que de las crisis asiáticas se hicieron en los años inmediatamente siguientes a su estallido: la interpretación que pone el énfasis en el deterioro de los parámetros fundamentales como causa de las crisis; la que insiste en la relevancia del pánico financiero como explicación de las mismas; y la que considera que ambos tipos de factores fueron imprescindibles en la generación de las crisis (epígrafe B). No será hasta el último epígrafe (epígrafe C) que se trate de enlazar las crisis de Asia-3 con el deterioro de sus parámetros fundamentales comerciales y financieros, en virtud de las teorías estudiadas en el capítulo 2.

## **A. BREVE DESCRIPCIÓN DE LOS ACONTECIMIENTOS**

En este epígrafe se presenta, en primer lugar, una sencilla cronología de las crisis asiáticas. El análisis ofrece una visión general de lo ocurrido en todos los países afectados, así como una descripción más detallada de los acontecimientos en Tailandia, Malasia e Indonesia. En segundo lugar, se presentan resumidamente los síntomas con que las crisis se manifestaron en Asia-3, así como sus efectos más inmediatos.

### **a) Cronología de las crisis**

A continuación se verá, en primer lugar, una breve descripción de lo acontecido no sólo en los países en que esta tesis se centra, sino también en los demás países afectados por la crisis. En segundo lugar, se describirá con algo más de detalle la inestabilidad de los mercados de Asia-3 poco antes, durante y poco después del abandono de sus respectivos tipos de cambio fijos.

Ya a mediados de mayo de 1997 el baht tailandés y el peso filipino se vieron sometidos a fuertes presiones. En esa ocasión ambas monedas salieron más o menos ilesas gracias, en el caso del baht, a la intervención de Singapur en el mercado de divisas; y, en el caso del peso, a la elevación de los tipos de interés. Pero el 2 de julio se dejó flotar finalmente el baht, lo que supuso la aparición o el incremento de presiones sobre las demás monedas de la región. Con ello, en menos de seis meses buena parte de los países de Asia oriental dejaron flotar sus monedas: Filipinas el día 11 de julio, Malasia el 14 de julio, Singapur el 17 de julio, Indonesia el 14 de agosto, Taiwán el 18 de octubre y Corea el 16 de diciembre. China y Hong Kong fueron, pues, los únicos territorios (con relevancia económica) de Asia oriental que evitaron modificar su régimen cambiario.

Antes de ceder a los ataques especulativos, todos estos países se esforzaron por defender sus respectivos regímenes cambiarios. Así, se vendieron masivamente dólares estadounidenses, se elevaron los tipos de interés y los coeficientes bancarios de reserva, se ampliaron las bandas de fluctuación, se limitaron las transacciones de *swap* de las



monedas, se restringió el acceso a las ventanillas de préstamo de los bancos centrales, se abrieron aún más los mercados de bonos a los inversores extranjeros, etc. Pero nada de esto evitó, como se ha señalado, el que buena parte de los países de la zona tuvieran finalmente que renunciar a sus tipos de cambio fijos.

Ante la gravedad de la situación, muchos de estos países decidieron solicitar la ayuda del FMI. A finales de julio Tailandia recurrió a dicho organismo y firmó un programa de rescate a principios de agosto. Malasia no acudió al FMI en ningún momento, pero sí Indonesia, que solicitó ayuda a principios de octubre. El programa de ayuda del FMI para Indonesia fue finalmente anunciado el día 31 de octubre. También Corea solicitó el apoyo del FMI (21 de noviembre) tras haber ampliado la banda de fluctuación del won del 2,25% al 10%. El FMI anunció el día 3 de diciembre su programa para Corea, por un importe sin precedentes<sup>109</sup>. Resulta interesante cómo en ningún caso el anuncio de los programas del FMI supuso la estabilización de los mercados, sino que las bolsas y las monedas de los países en cuestión siguieron siendo atacadas durante meses después de la puesta en marcha de dichos programas. La razón puede ser que no se percibieran los programas del FMI como soluciones seguras, sino como posibles causas de tendencias recesivas, dada su dureza y amplitud (incluían fuertes restricciones fiscal y monetaria, el cierre de bancos en dificultades, la reducción de subsidios, la desregulación de los monopolios y la apertura externa de los sistemas financieros).

A finales de año las presiones sobre las monedas asiáticas todavía no habían remitido y éstas siguieron perdiendo valor: por ejemplo, la rupia indonesia superó las 5.000 unidades por dólar el 12 de diciembre (habiendo sido su valor de 2.682 el 13 de agosto); el won coreano se depreció de 979 unidades por dólar el 7 de noviembre a 1.710 unidades el 12 de diciembre y a 1.995 unidades el 23 de diciembre.; y el peso filipino alcanzó 39,77 unidades por dólar el 17 de diciembre (35,61 el 1 de octubre). A principios de 1998, los ataques contra las monedas continuaron, aunque se fueron suavizando a medida que avanzaba el año (con la excepción del repunte de

---

<sup>109</sup> 57.000 millones de dólares, frente a los 50.000 millones que recibiera México en 1995.

inestabilidad que se produjo en mayo, ante la retirada del poder de Suharto en Indonesia).

Nótese finalmente que la crisis no se quedó dentro de las fronteras de Asia oriental, sino que afectó de una u otra manera a economías industriales y a economías en desarrollo o en transición no asiáticas. Para comenzar, el dólar australiano cayó en un 11% el día 23 de octubre de 1997; y, el día 27 del mismo mes, el índice Dow Jones de Wall Street cayó en un 7,2% y se tuvieron que suspender temporalmente todas las operaciones (lo que pudo ser la respuesta a la pronunciada caída del índice Hang Seng de la bolsa de Hong Kong, que el día 24 de octubre había perdido un 23,3% de su valor de cuatro días antes). Por su parte, Japón vio cómo las crisis asiáticas suponían un obstáculo más para la superación de la recesión que venía padeciendo desde principios de los noventa. En junio de 1998 Tokio y Washington decidieron intervenir a favor de la moneda japonesa, después de que el dólar alcanzara su valor máximo con respecto al yen de los ocho años anteriores (139 yenes por dólar). La intervención se produjo principalmente por miedo a que si el yen se depreciaba aún más podría forzar a China a devaluar el yuan. En julio la crisis alcanzó a Rusia: a pesar de que se había firmado un acuerdo con el FMI el día 13 de julio, Moscú dejó fluctuar libremente el rublo el 17 de agosto (lo que provocó una depreciación inmediata del 50%) y anunció una moratoria de noventa días en el pago de su deuda externa. Finalmente, en septiembre la crisis se contagió a América Latina: el día 10 la bolsa brasileña se desplomó mientras que el peso mexicano se depreciaba notablemente. Temiendo una recesión a nivel mundial, la Reserva Federal de EE.UU. redujo su tipo de descuento y Japón ofreció ayuda a las economías asiáticas con dificultades por valor de 30.000 millones de dólares (como parte del denominado “Plan Miyazawa”).

### **a.1) Tailandia**

Antes del abandono del tipo de cambio fijo hubo en Tailandia, como en los demás países objeto de este estudio, señales de fragilidad en el sistema financiero, en forma tanto de caídas de los precios de los activos bursátiles como de evidentes dificultades en las instituciones financieras. Así, por una parte, la bolsa cayó en un 40% desde febrero de 1996 hasta principios de 1997, siendo la caída acumulada del

valor de las acciones de empresas financieras de hasta el 60% en ese mismo período (Alba *et al.*, 1998). Por otra parte, las quiebras de instituciones financieras comenzaron, en julio de 1996, con la del *Bangkok Bank of Commerce*, que tenía préstamos de dudoso cobro por valor de unos 78.000 millones de baht, en su mayoría otorgados a compañías propiedad de los ejecutivos del mismo banco y a miembros importantes del partido del presidente Banharn (Laurisden, 1998). Este colapso trajo consigo inyecciones de liquidez por parte del banco central destinadas a ayudar al sistema financiero. Además, en febrero de 1997 la compañía financiera *Somprasong* no hizo frente a los pagos de su deuda externa; y en mayo de ese mismo año redobló el ataque contra el baht, ante la creciente inestabilidad política (lo que produjo una caída de la bolsa de casi el 7%). También en mayo la compañía financiera *Finance One* presentó muestras de gran debilidad, ante lo cual las autoridades tailandesas intentaron salvarla, mediante la inyección de liquidez, por parte del Fondo de Desarrollo de Instituciones Financieras del banco central tailandés (*Financial Institutions Development Fund* o FIDF); y la posterior fusión de la misma con el *Thai Danu Bank* –el duodécimo banco comercial más grande del país– (Laurisden, 1998). Tales intentos serían vanos dada la efectiva bancarrota de la empresa. El 19 de junio el ministro de finanzas –y defensor del ancla– Amnuay Viravan dimitió, lo que provocó una caída de la bolsa de un 11%. Además, el nuevo ministro de Economía se encontró con que las reservas disponibles (en torno a 1.000 millones de dólares) eran mucho menores que las oficialmente declaradas por las autoridades anteriores (alrededor de 30.000 millones de dólares), dada su previa utilización para la defensa de la moneda. La nueva situación haría verosímil el rumor de que el FIDF no iba a cumplir su promesa de suministrar más fondos a *Finance One* y a otras compañías financieras (Corsetti *et al.*, 1998). En efecto, el 27 de junio se suspendieron las operaciones de *Finance One* y otras 15 compañías financieras.

Las presiones sobre el baht comenzaron ya en 1996, a la vista de los acontecimientos relatados, y se reforzaron a finales de enero y principios de febrero de 1997. El banco central pudo aún defender la paridad mediante ventas de divisas *spot* y *forward* y mediante el incremento de los tipos de interés. En mayo los ataques al baht reaparecieron y el gobierno recurrió al uso de controles de cambios para frenar esos ataques, lo que, de nuevo, logró evitar el abandono del tipo de cambio (Alba *et al.*,

1998). Pero en junio y julio continuaron las presiones sobre la moneda, con lo que finalmente el 2 de julio de 1997 se permitió la flotación del baht, ante la imposibilidad de seguir defendiéndolo. A tal flotación siguió una depreciación muy considerable de la moneda tailandesa: a finales de julio el baht se había depreciado en un 25% (con respecto al inicio del año); un mes más tarde la depreciación era del 34%; a finales de septiembre del 42% (Corsetti *et al.*, 1998); y a finales de diciembre de casi el 49% (véase el cuadro 4.1).

Desde el primer momento se pusieron en marcha numerosas acciones para evitar que la crisis tuviera una mayor profundidad y alcance. La naturaleza de tales medidas y la evaluación de su eficacia no atañe a este trabajo. No obstante, no debe concluirse esta cronología sin hacer mención a los programas de rescate del FMI: el 5 de agosto se anunció un plan de austeridad y racionalización del sistema financiero, que formó parte del paquete más amplio de medidas que se firmó el día 20 de ese mismo mes. Dicho plan de reestructuración del sistema financiero incluyó, por ejemplo, la suspensión de operaciones de 48 compañías financieras que ya estaban en bancarrota. A pesar de la firma del programa del FMI (por valor de 17.200 millones de dólares) los inversores no recuperaron la confianza, con lo que los índices bursátiles siguieron cayendo y la moneda siguió depreciándose. Así, el 25 de noviembre se firmó un segundo programa, aunque tampoco en esta ocasión se logró la estabilización de la moneda y de la bolsa. Y hubo que esperar a que el gobierno otorgara (el 21 de enero de 1998) una garantía a todas las obligaciones de los bancos comerciales del país para que el tipo de cambio comenzara a apreciarse y la bolsa a recuperarse. Asimismo, el 13 de marzo de 1998 se anunció la recuperación del saldo comercial tailandés, lo que también contribuiría a la estabilización de los mercados financieros de este país.

## **a.2) Malasia**

Ante la marcada tendencia de 1996 y principios de 1997 hacia la toma de préstamos para inversiones inmobiliarias o en acciones, el banco central de Malasia decidió la imposición de techos a los préstamos para las compras en los citados sectores. El impacto de la medida en el índice KLCI (*Kuala Lumpur Composite Index*), compuesto en buena medida por valores del sector de la propiedad y financieros, fue

inmediato. Los inversores extranjeros, liderados por los fondos de inversión estadounidenses, comenzaron a vender sus participaciones; y en una semana el índice cayó en un 6,6% y se situó un 17,2% por debajo de su valor del 25 de febrero (Corsetti *et al.*, 1998). Así, el 8 de julio las autoridades de Malasia comenzaron a intervenir en los mercados financieros para defender el valor del ringgit.

Finalmente, el 14 de julio se abandonó la defensa de la moneda. Las declaraciones airadas que el primer ministro Mahatir realizó hacia finales de julio en contra de los inversores internacionales agravó la situación, de manera que el 24 de julio el ringgit alcanzó su valor mínimo de los 38 meses previos. Dicho de otra forma, a finales de julio el ringgit había caído en un 4%, con respecto a su nivel de principios de 1997; a finales de agosto la depreciación de la moneda de Malasia alcanzó el 17%; a finales de septiembre el 26% (Corsetti *et al.*, 1998); y a finales de diciembre el 35% (véase el cuadro 4.1).

Al igual que en el caso tailandés, esta descripción no pretende centrarse en cómo el gobierno hizo frente a la situación. Baste con señalar que Malasia se diferenció de sus países vecinos en que no recurrió a la ayuda del FMI, sino que se impuso su propio programa para combatir la crisis. En concreto, el 3 de septiembre se prohibieron las ventas a corto plazo en los mercados de acciones y se impusieron restricciones sobre las ventas *forward* de ringgit. Se puede afirmar que dichas medidas no fueron bien acogidas por los mercados, a la vista de que el mercado de valores cayó entonces en un 8% aproximadamente. Poco más tarde (el día 5 del mismo mes) se eliminaron parcialmente las mencionadas restricciones, lo que favoreció cierta recuperación de la bolsa de Malasia, así como de las de los países vecinos. Tres meses después (el 5 de diciembre) el gobierno anunció un cambio drástico de política económica: se aprobó una reducción del 18% del gasto público, se suspendieron varios proyectos de infraestructura, se restringió el crédito bancario, etc. La bolsa reaccionó positivamente, creciendo en un 11%. No obstante, en marzo de 1998 comenzaron los rumores sobre posibles quiebras de entidades bancarias, lo que reactivó cierta inestabilidad en el mercado financiero de este país.

### **a.3) Indonesia**

Ya en 1992 se liquidó el banco *Summa*. Más adelante, muchos bancos serían rescatados de la quiebra por el gobierno. Por ejemplo, se inyectó capital en el banco *Duta* en 1993 para que hiciera frente a las pérdidas derivadas, en su mayor parte, de actividades especulativas (Abdusalamov y Montes, 1998). Asimismo, en 1995, el banco *Bapindo* recibió la ayuda del banco central, cuando se encontró con una cantidad abrumadora de préstamos de dudoso cobro, entre los que se contaba el préstamo de 420 millones de dólares, otorgado a un hombre de negocios que eventualmente fue juzgado, junto con ejecutivos del citado banco, por corrupción (Corsetti *et al.*, 1998). En noviembre de ese mismo año, se produjo una retirada de fondos del banco *Lippo*, tras la aparición de un informe que mostraba que dicho banco no había revelado su alta exposición a compañías asimismo pertenecientes al grupo *Lippo* y que habían estado implicadas en inversiones especulativas en el sector inmobiliario. El banco fue rescatado por un grupo de otros bancos privados que acordaron proveer de liquidez a corto plazo (Corsetti *et al.*, 1998).

Una peculiaridad de la crisis en Indonesia es que, a pesar de las debilidades del sistema financiero, su paridad fue abandonada algo más tarde que las de los demás países del sudeste asiático. Una posible razón es la ampliación de la banda de fluctuación de la rupia desde el 8% hasta el 12%, que se produjo el 11 de julio de 1997 y que generó algo de confianza entre los inversores. A pesar de ello, los ataques no tardaron en sucederse, por lo que para mantener la rupia dentro de esa nueva banda de fluctuación hubo que intervenir en el mercado de divisas, gastando una parte importante de las reservas del país. Finalmente, el día 14 de agosto el gobierno dejó flotar la moneda. A finales de julio la rupia se había depreciado en un 9% con respecto a su valor de principios de año; a finales de agosto la depreciación era del 27%; a finales de septiembre del 37% (Corsetti *et al.*, 1998); y a finales de diciembre del 44% (véase el cuadro 4.1).

El 31 de octubre se anunció un primer programa de rescate con el FMI, por valor de 38.000 millones de dólares. La reacción de los mercados fue algo más positiva que tras los anuncios de programas del FMI en Tailandia, pero tampoco demasiado

pronunciada. En diciembre la situación volvió a empeorar, cuando se difundieron rumores sobre la mala salud del presidente Suharto (el día 5 de dicho mes canceló un viaje y el día 8 comenzó un retiro de 10 días de reposo). El día 6 de enero el gobierno anunció el presupuesto para el ejercicio fiscal 98/99, en el que se incluía una expansión del gasto público en términos nominales. La bolsa y la rupia se desplomaron ante el temor de que en Indonesia se estuvieran llevando a cabo medidas contrarias a las recomendaciones del FMI. El 15 de enero se firmó un segundo acuerdo con el FMI, pero la reacción de los mercados, una vez más, no fue positiva. Hubo que esperar hasta el 27 de enero para que los mercados se estabilizaran en Indonesia, cuando el gobierno anunció una reestructuración del sector bancario (organizada por una institución creada al efecto: la Agencia para la Reestructuración del Sector Bancario o IBRA), la suspensión de pagos de la deuda a corto plazo y la garantía gubernamental a las obligaciones de los bancos comerciales. A partir de entonces la rupia comenzó a apreciarse, tendencia que se mantuvo (aunque con oscilaciones) durante la primera mitad del año. Los únicos hechos que interrumpieron temporalmente la tendencia alcista de la moneda fueron, en primer lugar, las tensiones entre el FMI y Suharto con respecto a la intención de éste último de imponer una junta monetaria, en febrero, y con respecto a los plazos de entrega de la ayuda, en marzo; y, en segundo lugar, la inestabilidad política y social en la segunda quincena de mayo (inestabilidad política que, recuérdese, culminó en la retirada de Suharto del poder).

**Cuadro 4.1:**  
**Devaluaciones de las monedas nacionales de Asia-3,**  
**30 de junio de 1997-8 de mayo de 1998**

	<b>Tailandia</b>	<b>Malasia</b>	<b>Indonesia</b>
Nº de dólares por 100 uds. de moneda local: 30/6/97	4,05	39,53	0,04
Nº de dólares por 100 uds. de moneda local: 31/12/97	2,08	25,70	0,02
Cambio porcentual: 30/6/97-31/12/97	-48,7	-35,0	-44,4
Nº de dólares por 100 uds. de moneda local: 8/5/98	2,59	26,25	0,01
Cambio porcentual: 1/1/98-8/5/98	24,7	2,1	-53,0
Cambio porcentual acumulado: 30/6/97-8/5/98	-36,0	-33,6	-73,8

Fuente: Bloomberg; y *Financial Times* (varios números).

## **b) Manifestación de las crisis y efectos inmediatos**

Baste en este apartado con señalar las primeras manifestaciones de las crisis asiáticas y sus efectos a corto o medio plazo para obtener una idea de la gravedad de las mismas. Para empezar, nótese que la salida de capital que se produjo en 1997 fue masiva y repentina: de acuerdo con cifras del IIF (*Institute of International Finance*), los flujos de capital a los cinco países más afectados por la crisis (Asia-3 y Corea y Filipinas) pasaron de 93.000 millones de dólares en 1996 a -12.100 millones en 1997. Centrando el argumento en los países que aquí se estudian: mientras que las entradas netas de capital en Tailandia en 1996 sobrepasaron los 17.700 millones de dólares, en 1997 fueron de unos -13.600 millones; en Malasia las entradas netas pasaron de algo más de 9.400 millones de dólares en 1996 a en torno a 3.700 millones en 1997; y las correspondientes cifras para Indonesia son de unos 11.400 millones de dólares en 1996 y alrededor de -400 millones en 1997 (véanse, de nuevo, los cuadros 3.1, 3.2 y 3.3). Buena parte de las salidas correspondieron a una caída de los préstamos de bancos comerciales a las economías asiáticas, pero también a la retirada del capital en cartera (Beeson y Rosser, 1998), y si el desplome de las entradas netas de capital no fue aún mayor se debió al mantenimiento en niveles relativamente elevados de la IED (véanse, de nuevo, los gráficos 3.10, 3.11 y 3.12). Según Makin, esta retirada de capital “representa el ajuste geo-financiero más significativo que se haya producido hasta la fecha en la relativamente nueva era de mercados de capital globalmente integrados” (Makin, 1999, pág. 408). La retirada de capital se manifestó en una fuerte caída de los índices bursátiles: entre el 30/6/97 y el 31/12/97 los índices bursátiles cayeron en un 29% en Tailandia y en un 44% en Malasia e Indonesia (véase el cuadro 4.2); y en una no menos considerable caída del precio de las monedas locales: ya se señaló que a finales de diciembre las respectivas depreciaciones del baht, el ringgit y la rupia habían alcanzado el 49, el 35 y el 44%.



**Cuadro 4.2:**  
**Índices bursátiles en Asia-3, 30 de junio de 1997-8 de mayo de 1998**

	Tailandia	Malasia	Indonesia
30/06/97	527,3	1.077,3	725,0
31/12/97	372,7	594,4	401,7 <sup>a</sup>
Cambio porcentual: 30/6/97-31/12/97	-29,3	-44,8	-44,6
8/05/98	386,4	580,1	434,7
Cambio porcentual: 1/1/98-8/5/98	3,7	-2,4	8,2
Cambio acumulado: 30/6/97-8/5/98	-26,7	-46,2	-40,0

a: Índice del 30/12/97.

Fuente: Bloomberg; y *Financial Times* (varios números).

Véanse algunas de las consecuencias más inmediatas de las crisis, pero sirvan tan sólo como ejemplo de la magnitud y alcance de las mismas, porque de nada va a servir esta información para la argumentación que en este trabajo se desarrolla (recuérdese que este trabajo se centra en las cuestiones previas al estallido de las crisis, y no en las posteriores). El impacto de las crisis sobre, por ejemplo, el crecimiento económico de la región fue muy considerable (véase el cuadro 4.3). Además de producirse esa importante caída del crecimiento: se elevaron las proporciones de préstamos impagados en el sistema financiero nacional; se acumuló el peso de la deuda externa de bancos y empresas que habían tomado prestado en moneda extranjera; se sufrió una acusada restricción del crédito (*credit crunch*) por la retirada de los fondos extranjeros y por la política fiscal y monetaria restrictivas que se aplicaron durante la crisis; se produjeron ciertas tensiones inflacionistas (sobre todo en Indonesia), en parte por la elevación del precio de las importaciones y por la reducción de los subsidios a algunos precios; se redujo notablemente el consumo privado; aumentó el desempleo (cuadro 4.4); etc.

**Cuadro 4.3:**  
**Evolución del PIB<sup>a</sup> en Asia-3, 1988-1998 (crecimiento anual en %)**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Tailandia</b>	13,29	12,19	11,17	8,56	8,08	8,38	8,94	8,84	5,52	-0,43	-8,04
<b>Malasia</b>	8,80	9,18	9,73	8,60	7,80	8,35	9,30	9,36	8,60	7,70	-6,70
<b>Indonesia</b>	134,25	9,08	9,00	8,93	7,22	7,25	7,54	8,22	7,82	4,91	-13,68

a: PIB a precios constantes.

Fuente: *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries* (varios números), BAsD; y cálculos propios.

**Cuadro 4.4:**  
**Tasas de desempleo en Asia-3, 1991-1999**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Tailandia</b>	2,7	1,4	1,5	1,3	1,1	1,1	0,9	5,3	3,0
<b>Malasia</b>	4,3	3,7	3,0	2,9	2,8	2,5	2,6	4,9	3,4
<b>Indonesia</b>	2,6	2,7	2,8	4,4	7,2	4,9	4,7	5,5	6,4

Fuente: *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries* (varios números), BAsD.

La recesión económica que se padeció en Asia-3 tras el estallido de las crisis tuvo que ver, sin duda, con el estado de fragilidad financiera en que estos países se encontraban: recuérdese que la fragilidad financiera no sólo puede favorecer el que estalle una crisis financiera, sino que supone que ésta implique problemas para la economía real. Pero no debe omitirse que los problemas de economía real que estos países sufrieron también tuvieron mucho que ver con las políticas que se aplicaron durante la crisis misma: mantenimiento de elevados tipos de interés, restricción fiscal, reestructuración radical y súbita del sistema financiero... Pero el análisis de esta tesis sobre gestión macroeconómica termina con el estallido de las crisis. El interesantísimo debate de cómo lidiar con una crisis una vez que ha estallado es materia para ulteriores investigaciones, pero no para ésta.

## **B. DISTINTAS INTERPRETACIONES DE LAS CRISIS ASIÁTICAS: EL DEBATE SOBRE LOS PARÁMETROS FUNDAMENTALES**

En este epígrafe se presenta uno de los diversos debates que las crisis financieras asiáticas han suscitado (o reavivado). Dicho debate gira en torno a si las crisis asiáticas fueron consecuencia de problemas internos a los países afectados (del deterioro de ciertos parámetros fundamentales), si lo fueron de las características del funcionamiento del sistema financiero internacional (sobre todo de la existencia de pánicos financieros en dicho sistema) o si ambos tipos de factores se combinaron para dar lugar a las crisis.

Cuando los especialistas se refieren a los parámetros fundamentales en deterioro están haciendo referencia a algunos de (o todos) los problemas de cuenta corriente y fragilidad financiera descritos anteriormente (epígrafe D del capítulo 3): apreciación real de las monedas, aumento de los déficit por cuenta corriente, endeudamiento a corto plazo, inversiones demasiado arriesgadas, no cobertura de los riesgos de cambio, etc. Cuando se alude a los problemas del sistema financiero internacional, se está hablando de ciertos comportamientos racionales de los agentes financieros internacionales que tienen resultados ineficientes (pánicos financieros, movimientos de rebaño, cascadas de información...). Dichos comportamientos son posibles gracias a la desregulación y apertura financiera a nivel internacional, y a la aparición de innovaciones tecnológicas e institucionales (desarrollo de nuevos instrumentos financieros, crecimiento de los fondos de inversión...).

A continuación se presentan las posturas de diversos autores al respecto de este debate. Adviértase antes de comenzar que no resulta sencillo clasificar las aportaciones de los distintos autores en uno u otro grupo. Si es así es porque, exceptuando algún caso (como el de Corsetti *et al.*, 1998 y quizá Radelet y Sachs, 1998a), ninguna interpretación considera que tan sólo uno de los dos factores (deterioro de los parámetros fundamentales o pánico financiero) fue condición suficiente para el estallido de las crisis asiáticas. Así, en puridad casi todas las interpretaciones serían mixtas. Pero también es cierto que muchas de esas interpretaciones de carácter mixto

ponen especial énfasis en la relevancia de uno u otro factor como causante de las crisis. Siendo así, aquí se clasificarán las distintas interpretaciones en función de en qué factor parece que ponen el énfasis (independientemente de que nieguen o no la relevancia del otro factor en la generación de las crisis asiáticas). En el grupo de interpretaciones mixtas se incluirán aquéllas en las que se insista en la necesidad de la combinación de ambos tipos de factores para el desencadenamiento de las crisis, sin que se otorgue más peso a uno que al otro.

Si se dedica todo un epígrafe a la presentación y discusión de este debate es por dos motivos fundamentalmente. En primer lugar, a pesar de que las interpretaciones se han ido matizando, parece que el debate entre *fundamentals* y pánico financiero persiste en una forma u otra. Por ello, es interesante mostrar aquí dicho debate. En cualquier caso, cabe opinar que éste es poco práctico aunque interesante desde un punto de vista ideológico (véanse las conclusiones de este mismo epígrafe). En segundo lugar, algunas de estas interpretaciones sugieren que las entradas de capital y/o la gestión macroeconómica fueron causas de los problemas de competitividad y financieros de los países de Asia-3 (tal y como se ha argumentado en el capítulo 3), y que dichos problemas causaron o permitieron el estallido de las crisis en dichos países (como se pretende argumentar, en este mismo capítulo, en virtud de los modelos de segunda generación y otros modelos complementarios). Así pues, algunas de las interpretaciones sugieren lo que en esta tesis se defiende (aunque no lo desarrollan de forma tan detallada como aquí se está haciendo), por lo que tiene interés revisarlas.

#### **a) Las distintas interpretaciones de las crisis asiáticas**

Véanse, pues, las distintas interpretaciones que se han hecho de las crisis asiáticas, clasificadas, como ya se ha adelantado, en (1) interpretaciones que ponen el acento en la importancia del deterioro de los parámetros fundamentales como causa de las crisis; (2) interpretaciones que ponen el énfasis en el pánico financiero como factor explicativo de las crisis; y (3) interpretaciones que insisten en que fue necesaria la combinación de ambos factores para el estallido de las crisis.

### **a.1) El deterioro de los parámetros fundamentales<sup>110</sup>**

Antes de comenzar con la breve descripción de estas interpretaciones, adviértase que van a omitirse los detalles sobre qué parámetros fundamentales en concreto son señalados por cada uno de los autores como causantes de las crisis financieras. En otras palabras, no se van a presentar aquí las enumeraciones de cuáles son cada uno de los problemas que según cada uno de los autores presentaban los países asiáticos. Si se van a omitir tales enumeraciones es porque (1) ya se pueden encontrar en Bustelo *et al.* (2000) algunos detalles sobre esta cuestión; (2) anteriormente ya se han descrito los problemas de pérdida de competitividad y fragilidad financiera que los países de Asia-3 padecían, con lo que no merece la pena insistir en ellos y en si determinado autor omite unos u otros.

Así, lo que se va a intentar mostrar es, tan sólo, algunos ejemplos de autores que consideran –o consideraron– que las crisis asiáticas fueron consecuencia más o menos directa del deterioro de los parámetros fundamentales; en otras palabras, que el deterioro de la competitividad comercial y/o de la salud del sistema financiero nacional es lo que arrastró a las economías que aquí se estudian a la crisis financiera.

Quizá los autores que más han insistido en la relevancia del deterioro de los parámetros fundamentales como causa de las crisis asiáticas han sido Corsetti (1998) y Corsetti *et al.* (1998): “La crisis reflejó un deterioro insostenible de los parámetros fundamentales macroeconómicos y políticas económicas deficientes en los países de la región” (Corsetti *et al.*, 1998, pág. 2). Los parámetros fundamentales a los que se están refiriendo son tanto de índole financiera como comercial (mala calidad de los préstamos, sobreinversión en actividades arriesgadas, acumulación de deuda externa, apreciación real de las monedas y crecimiento de los déficit por cuenta corriente). El deterioro de los parámetros fundamentales se debió, según estos autores, a las características institucionales de las economías asiáticas: la existencia de garantías públicas y el *crony capitalism* provocaron la aparición de riesgo moral (como en Krugman, 1998a); y así fue cómo surgió el sobre-endeudamiento, la sobreinversión en

---

<sup>110</sup> Además de las que enseguida se describen, cabría incluir en este grupo a otros muchos autores como, por ejemplo, Bisignano (1999) y Hart-Landsberg (1998).

actividades arriesgadas y de rentabilidad decreciente, etc. Ciertos factores estructurales (las quiebras de compañías financieras en Tailandia, por ejemplo) detonaron las crisis, y ciertas características del comportamiento de los agentes (*herding*, por ejemplo) hicieron que el ajuste de precios fuera mayor al requerido por la mala calidad de los parámetros fundamentales.

Adviértanse varias cuestiones de interés: (1) Estos autores no admiten la existencia de equilibrio múltiple en Asia oriental, sino que se considera que el único equilibrio posible, dados los problemas comerciales y financieros de estas economías, era el que se produjo después del ajuste de tipo de cambio y de otros precios. En otras palabras: según estos autores los parámetros fundamentales causaron las crisis y no sólo las permitieron. Esto es especialmente interesante en la medida en que son de los pocos autores (por no osar decir los únicos) que establecen una causalidad directa entre el deterioro de los parámetros fundamentales y las crisis; esto es, son de los pocos (o los únicos) que defienden explícitamente la inevitabilidad de las crisis asiáticas. (2) Los mecanismos de funcionamiento del sistema financiero internacional, como el pánico financiero, tuvieron cierto papel en las crisis, pero no en su desencadenamiento, sino en su agravamiento: el mal estado de los parámetros fundamentales provocó la necesidad de un ajuste de los precios de las monedas y otros activos, y el pánico financiero hizo que el ajuste fuera mayor al requerido por ese mal estado de los parámetros fundamentales. (3) Estos autores explican el deterioro de los parámetros fundamentales (sobre todo de los financieros) por la existencia de riesgo moral. En otras palabras, si se acumuló demasiada deuda externa y se intermedió de forma inadecuada fue por la existencia de garantías institucionales que favorecieron una asunción excesiva de riesgo.

Sobre las opiniones de Paul Krugman al respecto de las crisis asiáticas, téngase en cuenta, para empezar, que éstas han sido cambiantes. En cualquier caso, véase en este apartado la interpretación de las crisis que publicó en Internet tan pronto como en enero de 1998 (Krugman, 1998a), y que puede ser incluida en este grupo de interpretaciones. Lo que en dicho artículo se defiende es la existencia en Asia oriental de garantías institucionales implícitas, que se debían, al menos en parte, a la estrecha relación entre los bancos y los gobiernos (*crony capitalism*), y que dicha existencia

supuso la aparición de riesgo moral. El riesgo moral se manifestó en un proceso de sobreinversión, que se vio agravado por el acceso de las economías asiáticas a los mercados internacionales de capital. El proceso de sobreinversión condujo a una inflación de los precios de las acciones en las que se estaba invirtiendo (por ser su oferta inelástica), por lo que se puede hablar, según este artículo, de la aparición de una burbuja de precios de ciertos activos en las economías asiáticas. Las crisis se produjeron, pues, cuando se consideró que las autoridades no iban a poder seguir garantizando las obligaciones de los intermediarios financieros. Como en los modelos con equilibrio múltiple, si se cree en las garantías, la burbuja no estalla y no se necesitan las garantías, porque los bancos no están perdiendo dinero. Si, en cambio, se considera que en el siguiente período no va a haber garantías, la burbuja especulativa estalla, caen los precios de los activos y los intermediarios financieros necesitan ser rescatados. Y esto último es lo que según Krugman (1998a) ocurrió en Asia oriental.

Concluyendo: (1) Krugman (1998a) considera que el deterioro de ciertos parámetros fundamentales financieros (sobreinversión, burbuja de activos...) fue causa necesaria pero no suficiente de las crisis asiáticas, con lo que hizo falta el autocumplimiento de las expectativas de abandono de las garantías para que la burbuja estallara. No obstante, cabe estar de acuerdo con la opinión de Corbett y Vines (1998), según la cual el peso de los problemas financieros en la interpretación de Krugman es tal que deja poco sitio al autocumplimiento de las expectativas: “Aunque Krugman llama a esto una crisis financiera por ‘autocumplimiento’ está, de hecho, más cerca de un *bank run* ‘eficiente’ en el que la decreciente solvencia de los bancos provoca retiradas de fondos que resultan en decreciente liquidez de esos bancos” (Corbett y Vines, 1998, pág. 11). (2) Krugman (1998b) admite que el pánico financiero hizo que el “castigo” que recibieran las economías asiáticas por sus “pecados” financieros fuera mayor que el que merecían. (3) El deterioro de los parámetros fundamentales financieros fue consecuencia de la existencia de riesgo moral (que fue resultado, a su vez, de la existencia de garantías institucionales): “el pecado *concreto* que empujó a Asia al borde [de la crisis] fue el problema del riesgo moral en los préstamos, sobre todo en los préstamos nacionales” (Krugman, 1998b, sin página).

Véase ahora la interpretación de Islam (1998), quien, si bien también pone el énfasis en el deterioro de los parámetros fundamentales, es de los pocos autores que insisten en la mayor relevancia de los comerciales que de los financieros. Considera que efectivamente hubo signos de fragilidad financiera antes de las crisis, pero que fue la caída de las exportaciones en el año anterior a las crisis lo que advirtió a los agentes extranjeros de la posibilidad de que los países asiáticos no contaran con las fuentes de obtención de divisas suficientes para hacer frente a su deuda, lo que detonaría un pánico financiero y la consiguiente crisis. Así, según este autor, las dos causas de las crisis asiáticas fueron la caída del crecimiento de las exportaciones (que advirtió de la posible insostenibilidad del déficit corriente y, así, de una posible devaluación); y la liberalización de la cuenta de capital (que permitió la salida del capital ante esas expectativas de devaluación).

Así, ésta es una interpretación según la cual: (1) fueron los parámetros fundamentales comerciales en deterioro los que causaron el estallido de las crisis, al advertir éstos de la posible futura insolvencia de las economías en cuestión; (2) los agentes actuaron racionalmente cuando retiraron su crédito a la vista de los problemas de cuenta corriente (como en un pánico financiero).

El análisis de Corbett y Vines (1999) también se centra en el papel del deterioro de los parámetros fundamentales en el estallido de las crisis asiáticas. Más que otros autores, insisten en la existencia de dos tipos de problemas: financieros y de recalentamiento; y en que dichos problemas coadyuvaban en la generación de los dos tipos de crisis: bancaria y cambiaria respectivamente. Según estos autores tanto la crisis bancaria como la cambiaria se produjeron, en última instancia, como consecuencia del autocumplimiento de las expectativas (de *bank run* y de devaluación respectivamente) de los agentes privados, en un contexto de equilibrio múltiple.

Así, según Corbett y Vines (1999): (1) las crisis asiáticas se debieron, en parte, al deterioro de parámetros fundamentales comerciales y financieros; (2) pero las crisis estallaron como consecuencia del autocumplimiento de expectativas (con lo que el pánico financiero desempeñó un papel determinante, junto con ese deterioro de los parámetros fundamentales); y (3) el deterioro de los parámetros fundamentales



financieros se explica por el mantenimiento en un sistema financiero liberalizado de las garantías institucionales propias del sistema financiero anterior, mientras que los problemas de recalentamiento se explican por el mantenimiento tras la liberalización de la cuenta de capital de una política macroeconómica basada en tipos de cambio fijos.

Bello (1997) presenta la interpretación siguiente: durante los años ochenta los países del sudeste asiático se hicieron muy dependientes de la IED japonesa; cuando dichas inversiones japonesas comenzaron a perder su impulso, estos países recurrieron a otras fuentes de capital extranjero para compensar sus déficit por cuenta corriente; y fue entonces cuando, mediante el mantenimiento de un considerable diferencial de tipos de interés, el ancla al dólar y la liberalización financiera, atraieron capital en formas más volátiles: IC y préstamos a corto plazo. El resto de la historia es la del deterioro de los parámetros fundamentales y el estallido de las crisis como consecuencia de ello.

De esta interpretación lo más destacable es, quizá, cuál apunta que es el origen de los problemas financieros: en lugar de hablar de riesgo moral, señala a la misma estrategia de atracción de capital de los países del sudeste asiático como principio de los problemas financieros de la segunda mitad de los años noventa. Y lo que es más importante: no fueron los gobernantes de los países en cuestión los “culpables” del deterioro de los parámetros fundamentales, sino que la estrategia de atracción de capital (liberalización financiera, estabilización cambiaria y altos tipos de interés) estuvo inspirada –si no impuesta– por ciertos organismos internacionales y los gobiernos de los países industriales (Bello *et al.*, 1998). Así, esta interpretación, aunque coincide con otras de este grupo en señalar problemas de fragilidad financiera como origen de las crisis, se aleja totalmente de ellas en que encuentra en el exterior de los países afectados (en las instituciones y gobiernos occidentales) el origen de esos problemas financieros internos y, por tanto, de dichas crisis.

Otro caso bastante particular es el de Kregel (1998a y b). Este autor insiste en que las crisis asiáticas no fueron crisis de balanza de pagos, sino “crisis financieras”. Con esto quiere decir que estas crisis no fueron producto de la insostenibilidad de los

déficit por cuenta corriente (que, a su vez, serían producto de monedas apreciadas en términos reales). En cambio, las crisis habrían sido producto de un exceso de entradas de capital en los países asiáticos sumado a la caída de la demanda de los países en desarrollo. Estos dos factores son “las dos caras de la misma moneda”; es decir, el “exceso de ahorro por parte del mundo desarrollado (...) [se hizo] visible en las entradas de capital a la región” (Kregel, 1998b, pág. 17). Cuando algo así ocurre se puede hablar de “crisis por exceso de ahorro” o “crisis de sobreinversión”.

Este autor, además de describir las causas del estallido de las crisis en los términos que se acaban de señalar, se detiene en la explicación de la profundización y duración de las crisis, para lo que utiliza las teorías de Irving Fisher de los años treinta y de Hyman Minsky de los sesenta. Así, considera que se produjo un proceso de “deflación de deuda” que se puede describir de la siguiente forma: para evitar la bancarrota, las empresas y bancos de la región tenían que devolver lo más rápido posible las deudas que tuvieran en moneda extranjera, dado que ésta se iba encareciendo a medida que se desarrollaban las crisis; la forma de obtener liquidez para hacer frente a esos pagos de la deuda era vendiendo sus activos; pero al aumentar la oferta de activos, el precio de éstos descendía, dificultando la obtención de liquidez mediante su venta.

Cabe destacar tres cuestiones especialmente interesantes de la interpretación de este autor. (1) Es de los pocos autores que consideran que la monedas asiáticas no se estaban apreciando en términos reales de forma considerable; de manera que los problemas comerciales derivan, según esta interpretación, exclusivamente de *shocks* externos. Por ello defiende que los parámetros fundamentales que condujeron a las crisis nada tuvieron que ver con la insostenibilidad del déficit corriente, sino con problemas de fragilidad financiera. (2) El origen de esos problemas financieros se encuentran en fallos de mercado –fallos en el mercado financiero internacional y fallos en los mercados financieros locales–, que condujeron a un exceso de endeudamiento y a una mala asignación del crédito. (3) La descripción de la profundización de las crisis deriva en una interesante crítica a la elevación de los tipos de interés (defendida por el FMI) en un contexto de crisis y deflación de deuda.

Das (2000) asimismo plantea una interpretación básicamente centrada en el deterioro de ciertos parámetros fundamentales (sobre todo financieros) como causa de las crisis asiáticas. Concretando algo más: este autor considera que los países de Asia oriental presentaban problemas de fragilidad financiera, derivados de una excesiva acumulación de deuda extranjera. Si, además, esa deuda es a corto plazo el país en cuestión se torna vulnerable a pérdidas de confianza por parte de los inversores internacionales.

Cabe destacar lo enfocado que está el análisis de Das (2000) en cuestiones de política económica. En efecto, es en errores de política económica donde encuentra el origen de los problemas financieros de Asia oriental (ausencia de regulación y supervisión del sistema financiero, insistencia en el mantenimiento de un tipo de cambio fijo, liberalización financiera acelerada...). Al respecto de las garantías institucionales, considera que la provisión de las mismas no es un error que se le pueda atribuir a los gobiernos asiáticos. Pero que sí se les puede atribuir el error de permitir la percepción por parte de los inversores internacionales de que dichas garantías existían: “Crear semejante percepción equivocada es un error muy costoso” (Das, 2000, pág. 26).

Finalmente, véase el caso del FMI. En su interpretación inicial (FMI, 1998a y b) destacaba la existencia de problemas comerciales y financieros en las economías de Asia oriental, como, por ejemplo, el recalentamiento de la economía –burbuja de activos bursátiles e inmobiliarios y deterioro del saldo corriente–, endeudamiento a corto plazo y en divisas, concesión excesiva e ineficaz del crédito... Un análisis algo posterior (FMI, 1999) añadía que la crisis de confianza en los mercados internacionales también fue determinante de las crisis financieras de Asia oriental, pero no dejaba de otorgar un mayor peso relativo al deterioro de los parámetros fundamentales como causante de dichas crisis.

Así, según la interpretación del FMI (1988a y b, y 1999): (1) los parámetros fundamentales comerciales y financieros se deterioraron en Asia oriental en los años previos a las crisis, favoreciendo que éstas se produjeran; (2) la crisis de confianza en los mercados internacionales (o pánico financiero) también desempeñó un papel,

aunque secundario; y (3) las causas de los problemas en Asia oriental son variadas, algunas de ellas relacionadas con la política económica: existencia de tipos de cambio fijos junto con elevados tipos de interés, escasa regulación y supervisión bancarias, mala gestión y falta de transparencia de las instituciones financieras y otras empresas, inestabilidad política...

## **a.2) El pánico financiero**

Los defensores de esta interpretación no defienden que los parámetros fundamentales de Asia oriental estuvieran en perfecto estado, sino que no estaban tan deteriorados como para que los países de dicha región merecieran sufrir una crisis de la magnitud de la sufrida. Es el pánico financiero lo que puede explicar la falta de correspondencia entre la magnitud del deterioro de los parámetros fundamentales de las economías asiáticas y la magnitud de las crisis que sufrieron.

La interpretación de las crisis que se puede encontrar en Radelet y Sachs (1998a y b) o Sachs y Woo (2001) considera efectivamente que el pánico financiero fue el elemento clave de lo que ocurrió en Asia oriental: “el desencadenamiento de la crisis se debió a cambios importantes en las expectativas de los acreedores sobre el comportamiento de otros acreedores, creando de esa manera un pánico financiero que se autocumplió, si bien pudo ser racional desde el punto de vista individual” (Radelet y Sachs, 1998b, pág. 43). Por otra parte, no se niega que se había producido cierto deterioro de parámetros fundamentales comerciales y financieros en el seno de las economías de dicha región, y que dicho deterioro las hizo vulnerables a los pánicos: “(...) la crisis de Asia oriental resultó de la vulnerabilidad a sufrir un pánico financiero, que surgió de ciertas debilidades emergentes en estas economías (especialmente creciente deuda a corto plazo) (...)” (Radelet y Sachs, 1998a, pág. 52).

Un matiz interesante que cabe destacar de esta interpretación es que no admite el riesgo moral como explicación de la masiva entrada de capital extranjero en las economías asiáticas, sino que ésta puede explicarse por los mismos mecanismos que explican la salida masiva de 1997. Si lo que explica la salida de capital puede llamarse, según estos autores, pánico financiero, lo que explica la entrada podría denominarse

euforia financiera. Esta euforia financiera no es lo mismo que el riesgo moral: la euforia consiste en el convencimiento por parte del mercado en general de que las economías en las que se invierte van a funcionar bien; y el riesgo moral consiste en la asunción de que si las economías en las que se invierte funcionan mal, las garantías salvan a los prestamistas de las consecuencias de ese mal funcionamiento (Saxena y Wong, 1999). Muchos otros autores coinciden en que el riesgo moral no desempeñó un papel importante en la atracción de enormes cantidades de capital a las economías asiáticas, a la vista de la proporción de capital que entró en formas no aseguradas por ningún tipo de garantía (Llewellyn, 2000).

Con respecto a Paul Krugman, recuérdese que su opinión al respecto de las crisis asiáticas ha sido cambiante. Tan cambiante como para poder incluir algunas de sus más tardías interpretaciones en el grupo de las que ponen especial énfasis en la relevancia del pánico financiero como causa de las crisis. Así, Krugman dice: “En el verano de 1998, comencé a reconsiderar mi propia visión de la crisis. El alcance del ‘contagio’ global (...) me convenció de que autores críticos con el FMI como Jeffrey Sachs estaban en lo cierto al insistir en que éste era un caso no tanto de parámetros fundamentales económicos como de profecía que se autocumple, de pánico en el mercado que, provocando un colapso de la economía real, acaba validándose a sí mismo” (Krugman, 1999, sin página).

### **a.3) Deterioro de los parámetros fundamentales y pánico financiero<sup>111</sup>**

Téngase en cuenta de nuevo que no se pretende enumerar con detalle cada una de las deficiencias que según estos autores presentaban las economías de Asia-3. Así, tan sólo se indicará que cada uno de estos autores consideraron que las deficiencias desempeñaron un papel relevante en la generación de las crisis asiáticas, tanto como el pánico financiero; y, si procede, se indicará asimismo cuál es, según cada uno de ellos, el origen de esas deficiencias.

---

<sup>111</sup> Además de las interpretaciones que a continuación se resumen, véanse Chowdhury (1999), Glick (1998) y Jorzo (1999).

La interpretación de Alba *et al.* (1998) otorga un peso similar al deterioro de los parámetros fundamentales y al pánico financiero como causantes de las crisis asiáticas. Así, señalan que las crisis asiáticas fueron consecuencia tanto de debilidades en los parámetros fundamentales internos (sobre todo la acumulación de obligaciones y el riesgo de que dichas obligaciones fueran a corto plazo) como de los ataques especulativos de los agentes internacionales (pánico financiero).

Con respecto al origen de las debilidades a las que se refieren, señalan que éste puede encontrarse en: una excesiva intermediación financiera, una mala gestión empresarial y políticas gubernamentales deficientes, incluyéndose entre dichas políticas las respuestas de política económica a las grandes entradas de capital. A pesar de la importancia de las debilidades internas en la generación de las crisis asiáticas, éstas no eran inevitables, según Alba *et al.*: “A pesar de [las] políticas y debilidades (...) para la mayoría de los países de Asia oriental una crisis financiera no era ‘inevitable’” (Alba *et al.* 1998, pág. 1). Sería un pánico financiero lo que detonara las crisis, una vez preparadas éstas por el deterioro de los parámetros fundamentales. Así, se puede considerar, de acuerdo con esta interpretación, que tanto las deficiencias internas como el pánico fueron necesarios pero no suficientes.

Por otra parte, Veneroso y Wade (1998a y b) y Wade (1998) consideran que las causas inmediatas de las crisis fueron (1) las debilidades que aparecieron en el sistema financiero interno tras el abandono del anterior sistema financiero, típicamente asiático —que se caracterizaba, sobre todo, por la colaboración entre bancos, empresas y gobiernos, y por la existencia de restricciones en la cuenta de capital—; y (2) la reacción de los mercados financieros internacionales ante los problemas de liquidez (que no de solvencia) de las economías asiáticas.

Resulta especialmente interesante cuál es, según estos autores, el origen de los problemas financieros de las economías asiáticas. Indican que antes de la liberalización financiera el alto grado de endeudamiento y de intermediación financiera no suponían problemas de fragilidad para las economías asiáticas. Sería tras la liberalización financiera que tales características propias del antiguo sistema financiero asiático comenzaran a suponer un problema: “(...) una vez que se eliminaron las restricciones a

los movimientos de capital y una vez que la colaboración gobiernos-bancos-empresas empezó a ser dirigida por los intereses estrechos y de corto plazo de coaliciones cambiantes, la fragilidad financiera quedó expuesta” (Wade, 1998, pág. 14). Además, esa nueva fragilidad financiera no se vería paliada por unas nuevas medidas de regulación y supervisión.

Con respecto a quién tuvo la “culpa” del abandono del antiguo sistema financiero y de la no construcción de un nuevo sistema financiero igualmente seguro, estos autores afirman que dicha culpa puede repartirse entre los gobiernos asiáticos y los organismos internacionales que presionaron por la liberalización financiera de esas economías (FMI, OCDE...). Así, en resumen: “La rápida liberalización financiera de principios y mediados de los noventa sin un apoyo institucional serio destaca como el acto individual más irresponsable de toda la crisis, y la culpa del mismo recae igualmente en los gobiernos nacionales y en las organizaciones internacionales” (Veneroso y Wade, 1998b, pág. 7).

Otros autores, como Beeson y Rosser (1998), analizan las crisis asiáticas desde un punto de vista más político o institucional. Consideran que tanto el deterioro de los parámetros fundamentales en Asia oriental, como la naturaleza no regulada y volátil de los mercados financieros internacionales, fueron factores causantes de las crisis. Pero lo que resulta más interesante es el origen de ese deterioro de los parámetros fundamentales así como de la volatilidad del mercado financiero internacional, que se encuentra, según esta interpretación, en los cambios de poder político y social que se han producido tanto a nivel local como global en las últimas décadas.

Expresado por ellos mismos: “La naturaleza no regulada y volátil de los mercados financieros globales (...) necesita ser entendida en términos del cambio de poder desde los estados a formas móviles de capital, que ha ocurrido como resultado de la globalización. A la vez, la debilidad de los parámetros fundamentales de muchos países de la región tiene que entenderse en términos de la emergencia de poderosas coaliciones político-empresariales en el seno de dichos países durante los ochenta y primeros noventa” (Beeson y Rosser, 1998, pág. 10). Estos autores señalan que esa

coalición entre los gobiernos y las empresas dio lugar a una sensación de falsa seguridad entre los inversores, generándose así riesgo moral (como en la primera interpretación de Paul Krugman); y postergándose la adopción de medidas de reforma para evitar la aparición de fragilidad en el sistema financiero.

El BAsD (1999) asimismo ofrece una interpretación de las crisis asiáticas en la que tanto las deficiencias de las economías asiáticas como el pánico financiero desempeñan un papel esencial. Muestra que el sector financiero se enfrentaba a diversos riesgos (desajustes de vencimientos, riesgos de cambio no cubiertos, etc.) como consecuencia de la existencia de un marco de regulación inadecuado y de otros errores de política económica en la gestión de las entradas de capital a corto plazo. Asimismo señala que esos riesgos situaron a las economías en cuestión en una situación de vulnerabilidad a sufrir una crisis financiera, pero que el pánico financiero fue también determinante del estallido de las crisis: “lo repentino y lo rápido de la salida del capital en la segunda mitad de 1997 da credibilidad a la interpretación de la crisis en la que se defiende el pánico financiero” (BAsD, 1999, pág. 28).

Lau (2001) presenta otra interpretación mixta de las crisis asiáticas. En concreto analiza el deterioro de numerosos parámetros fundamentales, separando el estudio en parámetros fundamentales de carácter macroeconómico, entre los que se encuentran parámetros relacionados con la balanza de pagos (financiación de déficit corrientes con inversión extranjera, inadecuación de reservas, pérdida de competitividad...); y parámetros fundamentales de carácter microeconómico, entre los que se encuentran parámetros de fragilidad financiera (desajustes de vencimientos y denominaciones de la deuda, riesgo moral...). El papel del funcionamiento del sistema financiero internacional en la detonación de las crisis se manifiesta en su análisis del contagio no dependiente de parámetros fundamentales, del carácter especulativo de los *hedge funds* (fondos de cobertura) y de las crisis de confianza, entre otras cuestiones.

Finalmente, el Banco Mundial (1998) señala que en los países de Asia oriental aparecieron ciertos problemas estructurales a raíz de las entradas de capital extranjero, pero que además los movimientos de *herding* desempeñaron un papel relevante, tanto en el fomento de esas entradas de capital, como en su salida súbita y consiguiente



desencadenamiento de las crisis. Se refiere, en concreto, a tres fuentes de vulnerabilidad: en primer lugar, los crecientes déficit corrientes, financiados con deuda a corto plazo, que exponían a las economías en cuestión a una repentina retirada del capital; en segundo lugar, las debilidades de un sector financiero no regulado, que permitió la expansión del crédito para inversiones arriesgadas y la aparición de desajustes de vencimientos y de denominaciones; y, en tercer lugar, la existencia de empresas con elevados grados de apalancamiento, lo que las exponía a las variaciones de los tipos de interés.

Resulta interesante destacar, además, que el Banco Mundial (1998) considera que el origen de los problemas estructurales se encuentra en una gestión macroeconómica (liberalización, tipo de cambio fijo, gestión de las entradas de capital...) que favoreció las entradas de capital a corto plazo; pero que esas excesivas entradas de capital a corto plazo también se debieron a ciertos comportamientos de los agentes en los mercados financieros internacionales. “Es importante señalar que los errores de política interna explican sólo una parte de la emergencia de [las] vulnerabilidades y la consiguiente crisis. No menos relevantes fueron los fallos de los mercados financieros internacionales tanto en el *boom* del ciclo, como en el *crash*” (Banco Mundial, 1998, pág. 16).

## **b) Algunas conclusiones**

Como conclusión a este epígrafe sobre las interpretaciones de las crisis asiáticas, se pueden presentar las siguientes reflexiones. En primer lugar, la clasificación de unos autores u otros en un grupo de interpretaciones u otro no resulta tan sencilla como puede parecer en algunos *surveys* (Krugman, 1998b; BAsD, 1999). La razón es que, como ya se ha señalado, las interpretaciones casi nunca son muy “puras”: muchos de los autores que defienden la importancia del deterioro de los parámetros fundamentales asimismo consideran que lo que en última instancia hizo estallar las crisis fue un pánico financiero desproporcionado; y muchos de los autores que defienden la importancia de los pánicos financieros en las crisis asiáticas señalan también el deterioro de ciertos parámetros fundamentales como parte de la explicación de las crisis. Así, el que uno u otro autor esté en uno u otro grupo resulta de la opinión

de los autores que hacen el *survey* sobre qué está poniendo de relieve cada uno; es decir, resulta de la interpretación por parte de esos autores que hacen el *survey* de las interpretaciones de otros autores. Y es que, en realidad, lo que se está discutiendo no es si hubo deterioro de los parámetros fundamentales o no, o si hubo pánico o no; sino que se está discutiendo qué fue más relevante en la generación de las crisis asiáticas: ese deterioro de los parámetros fundamentales o el pánico. La cuestión, que es, sin duda, muy relevante, es también sutil.

En segundo lugar, nótese que si la diferencia entre unas interpretaciones y otras es tan sutil puede ser porque los especialistas no se aventuren a posicionarse demasiado claramente en uno u otro lado. Y que no se posicionen puede responder a que sería muy difícil demostrar una u otra postura. Efectivamente, resulta difícilísimo demostrar que en las crisis asiáticas el pánico fue un factor más o menos importante que el deterioro de los parámetros fundamentales. En otras palabras, ¿cómo se puede demostrar que los parámetros fundamentales estaban *suficientemente* deteriorados como para resultar determinantes de las crisis? o, por el contrario ¿cómo se puede demostrar que el deterioro *no era tanto como para* merecer tales crisis, por lo que el pánico resultó más determinante? Habría que realizar un análisis contrafactual para saber qué habría pasado sin pánico financiero o qué habría pasado con unos parámetros fundamentales menos deteriorados. Y ello, sin duda, reviste una enorme complejidad. Por ello, las posturas no suelen ser demasiado extremas y, también por ello, este debate no tiene demasiado sentido práctico.

En tercer lugar, a pesar de que las posiciones casi nunca son tan extremas y a pesar de la dificultad de determinar el peso de la culpa de unos y otros factores, el debate entre *fundamentals* y pánico, aunque matizado o sofisticado, parece seguir vivo. Bien es verdad que recientemente ya no se discuten tanto las causas de las crisis asiáticas, sino más bien cómo se les debería haber hecho frente. Pero en este nuevo debate el antiguo está implícito: una defensa de los programas del FMI lleva asociada la creencia de que en las economías asiáticas había deficiencias importantes que resolver; mientras que una mayor insistencia en medidas de regulación de los flujos internacionales de capital (i.e. controles de capital) lleva implícita la opinión de que el sistema financiero internacional conlleva comportamientos ineficientes. Uno puede

preguntarse por el por qué de la persistencia de un debate tan sutil, tan difícilmente resoluble y en el que las posturas opuestas no son tan opuestas. Una respuesta puede ser que este debate está cargado de ideología: si se culpa a los problemas internos del estallido de las crisis se está culpando a los agentes económicos del país en cuestión (gobernantes, empresarios, consumidores...) de actuar de forma arriesgada o incorrecta, de actuar no de acuerdo con las “reglas del juego” del sistema económico vigente<sup>112</sup>; y si, en cambio, se culpa a los mecanismos de funcionamiento del sistema financiero internacional, se está culpando a ese sistema económico vigente (de manera que la culpa podría alcanzar a la globalización financiera, al libre mercado, al sistema capitalista... según lo lejos que se quiera apuntar).

En cuarto lugar, recuérdese que parte del argumento que se defiende en esta tesis es que el deterioro de ciertos parámetros fundamentales comerciales y financieros favorecen el estallido de una crisis financiera, y que así ocurrió en los países de Asia-3. Resulta evidente que dicho argumento podría ser inscrito en el grupo de interpretaciones que subrayan la importancia de los parámetros fundamentales en la generación de las crisis asiáticas. Pero que se considere que los parámetros fundamentales deteriorados contribuyen en la generación de una crisis no significa que se considere que contribuyen *más* que otros factores, como pueden ser las características del funcionamiento del sistema financiero internacional. De hecho, puede escribirse una tesis complementaria a ésta en la que se presentaran los argumentos en defensa de que parte de las causas de crisis como las asiáticas se encuentra en los mecanismos de funcionamiento del sistema financiero internacional (véase Olivé, 2002). Adviértase también que el hecho de que esta tesis acepte que el deterioro de los parámetros fundamentales puede conducir a una crisis no implica que se esté siendo condescendiente con la forma de organización del sistema financiero internacional, y no con la manera en que los agentes económicos de los países individuales se inscriben en dicho sistema.

---

<sup>112</sup> Por supuesto existe alguna excepción a esta afirmación. Es el caso de Bello (1997), quien considera que el deterioro de los parámetros fundamentales desempeñó un papel crucial en el estallido de las crisis, pero no atribuye la culpa de dicho deterioro a los gobiernos de los países afectados, sino a los organismos internacionales y a los gobiernos de los países industriales.

En quinto y último lugar, cabe comentar que, recapitulando, se observa lo siguiente. Por una parte, muchas de las interpretaciones de las crisis consideran que los parámetros fundamentales comerciales y/o financieros de los países asiáticos estaban deteriorándose en los años previos a las crisis. Asimismo, muchas de ellas consideran que ese deterioro puede entenderse como una de las causas de esas crisis (junto con el estallido de pánico financiero o no). Por otra parte, la mayoría de las interpretaciones de las crisis asiáticas (por ejemplo, algunas de las más populares: Krugman, 1998a; o Corsetti *et al.*, 1998) no prestan suficiente atención ni a las entradas de capital, ni a la gestión macroeconómica, ni a las interrelaciones entre ambas como factores causantes del deterioro de los parámetros fundamentales. Algunas otras interpretaciones al menos aluden a estos factores –a la entrada de capital y la gestión macroeconómica, pero rara vez a las interrelaciones entre ambas– como causas de los problemas de Asia-3. En concreto: ciertos autores, como por ejemplo Corbett y Vines (1999), Bello (1997), Das (2000) y Veneroso y Wade (1998a y b), consideran que la liberalización financiera fue el origen de los problemas financieros de estas economías; algunos de entre ellos también señalan los problemas del mantenimiento de un tipo de cambio fijo en un contexto de liberalización financiera (atracción de capital, confrontación de “la trinidad imposible” de la teoría de la balanza de pagos...); y otros autores, como Alba *et al.* (1998) o BAsD (1999) incluso resaltan la ineficacia de la gestión de las entradas de capital como factor coadyuvante del deterioro de los parámetros fundamentales. En cualquier caso, en general, las interpretaciones de las crisis asiáticas no tratan con suficiente detenimiento los vínculos entre entradas de capital, gestión macroeconómica, deterioro de los parámetros fundamentales y, al final, crisis financieras. Este trabajo está intentando llenar, en la medida de lo posible, el vacío que existe en la literatura sobre las crisis asiáticas al respecto de todas estas cuestiones.

### **C. EL PAPEL DEL RECALENTAMIENTO Y LA FRAGILIDAD FINANCIERA EN LAS CRISIS DE TAILANDIA, MALASIA E INDONESIA**

Recuérdese que la interpretación que aquí se defiende sobre los orígenes de las crisis asiáticas podría expresarse resumidamente de la siguiente forma. Ciertas políticas neoliberales propiciaron entradas masivas de capital, cada vez más volátil y en moneda extranjera, lo que forzó a imponer una serie de medidas de política económica para evitar los problemas que unas entradas de capital con esas características pueden suponer: recalentamiento y fragilidad financiera. Esas medidas de respuesta no sólo resultaron insuficientes sino que, en ocasiones, fueron contraproducentes (como la esterilización, por ejemplo). Finalmente, el recalentamiento y la fragilidad financiera situaron a estos países en un estado de vulnerabilidad que posibilitó el estallido de las crisis.

Pues bien, lo ocurrido en Tailandia, Malasia e Indonesia hasta la aparición del recalentamiento y la fragilidad financiera está relatado en el capítulo 3. Tras haber descrito en este capítulo 4 las crisis y las interpretaciones de sus causas, es por fin el momento de intentar terminar la historia contada en ese capítulo 3. Así, es el momento de explicar cómo ese recalentamiento y fragilidad financiera favorecieron el estallido de las crisis de los países de Asia-3. La tarea, adviértase ya, no es nada sencilla. Aquí se debería aspirar a establecer, en virtud de modelos teóricos y apoyos empíricos, una relación causal entre el recalentamiento y/o la fragilidad financiera y las crisis. Pero se va a ver que (1) los modelos teóricos de equilibrio único no incorporan este tipo de deficiencias, con lo que no sirven para explicar las crisis asiáticas; (2) aunque lo hicieran, en este trabajo se está a favor de la contingencia de las crisis financieras, como se vio anteriormente, con lo que se han rechazado cualquier tipo de modelos que consideren el deterioro de los parámetros fundamentales como condición necesaria y suficiente para el estallido de las crisis asiáticas; (3) los estudios empíricos apuntan a la no inevitabilidad de las crisis, con lo que la postura a favor del carácter contingente de estas crisis se ve reforzado por dichos estudios empíricos. Así pues, aceptada la idea del equilibrio múltiple, uno habrá de conformarse con mostrar que, en virtud de ciertos modelos teóricos y de los estudios empíricos de muchos

expertos, el deterioro de los parámetros fundamentales (en este trabajo: recalentamiento y fragilidad financiera) favoreció o permitió o facilitó –o úsese cualquier otro término tan vago como éstos, pero no uno tan determinante como “causó”– el estallido de las crisis de Asia-3. En otras palabras, uno habrá de conformarse con explicar las crisis asiáticas en virtud de un esquema teórico como el definido en el capítulo 2.

En este epígrafe se repasará, en primer lugar, el deterioro de ciertos parámetros fundamentales en Asia-3, que ya se describió con detalle en el epígrafe D del capítulo 3. Si se retoma la cuestión del recalentamiento y la fragilidad financiera es para luego tratar de vincular estos problemas a las crisis, así como para indicar algunas causas exógenas (no relacionadas con las entradas de capital y la gestión macroeconómica) de la aparición de dichos problemas. En segundo lugar, se pasará a vincular el recalentamiento y la fragilidad financiera con las crisis asiáticas en virtud de ciertos modelos de segunda generación y las teorías complementarias analizadas en el capítulo 2, y de numerosos estudios empíricos al respecto.

#### **a) Deterioro de ciertos parámetros fundamentales: el recalentamiento y la fragilidad financiera**

En este apartado se pretende recapitular sobre el estado de ciertos parámetros fundamentales (en concreto, los relacionados con el recalentamiento y la fragilidad financiera) en Asia-3. Asimismo se repasarán las posibles causas de ese estado de recalentamiento y fragilidad financiera. Con ello se pretende mostrar que si dichos problemas surgieron en Asia-3 no fue exclusivamente por todo lo relatado hasta ahora –entradas de capital y gestión no lo suficientemente adecuada del mismo– sino también por algunos *shocks* externos.

##### **a.1) Descripción del estado de la competitividad y el sistema financiero interno**

El análisis del estado de la competitividad y de la salud del sistema financiero interno ya se realizó en el epígrafe D del capítulo 3, con motivo de la evaluación de si las entradas de capital habían derivado en recalentamiento y fragilidad financiera, y de

si las políticas que se llevaron a cabo para evitar tales problemas habían sido eficaces o no. En cualquier caso, se ha de retomar el análisis de esos parámetros fundamentales comerciales y financieros para luego poder evaluar el papel de éstos en la generación de las crisis de Asia-3.

Con respecto a los problemas de recalentamiento, recuérdese que anteriormente se concluyó que en los países de Asia-3 (1) no hubo tasas de inflación demasiado alarmantes, pero la inflación de los precios de determinados activos en particular —activos inmobiliarios y bursátiles— sí fue destacable; (2) se dieron importantes y crecientes déficit por cuenta corriente, como contrapartida a las entradas de capital, sobre todo en Tailandia y Malasia.

Con respecto a la fragilidad financiera, recuérdese que los países de Asia-3 sufrían crecientes riesgos de crédito, de cambio y de liquidez. El riesgo de crédito se manifestaba en un exceso de intermediación financiera: las instituciones financieras se endeudaban con el exterior y canalizaban el crédito hacia inversiones arriesgadas. El caso de Indonesia fue algo distinto, en el sentido de que eran las empresas no financieras las que se endeudaron directamente con el extranjero, pero las consecuencias fueron las mismas: un exceso de inversión en actividades con un elevado riesgo de impago, financiado con capital extranjero. El riesgo de liquidez surgió de que los agentes locales se endeudaban a corto plazo mientras que prestaban para proyectos de medio o largo plazo. Y el riesgo de cambio, derivado de la toma de préstamos en moneda extranjera y la concesión de crédito en moneda local, no fue convenientemente cubierto por la sensación de seguridad que proporcionaba el tipo de cambio fijo.

Para expresar todo esto de forma aún más resumida, puede considerarse que los problemas comerciales y financieros de Asia-3 fueron las dos caras de la misma moneda. Visto desde un lado, las entradas de capital tuvieron como contraparte una escalada del déficit corriente junto con la acumulación de reservas; y dicha acumulación de reservas derivó en mayores problemas de déficit corriente y algo de inflación. Visto desde el otro lado, el déficit corriente tuvo como contraparte entradas

de capital que supusieron, por la sobre-intermediación financiera y otras vías, la aparición de fragilidad financiera.

Cabe, en cualquier caso, detenerse brevemente en las principales diferencias existentes entre los distintos países de Asia-3. Estas diferencias ya fueron señaladas en las descripciones que se hicieron anteriormente de los distintos procesos de liberalización y ajuste, de las entradas de capital, de las políticas de respuesta a estas entradas y de los resultados de la interacción de políticas y capitales extranjeros. Sirvan los siguientes párrafos para reunir todas esas diferencias que aparecen dispersas en unos y otros epígrafes del capítulo 3.

Tailandia es el caso que normalmente más se ajusta a las descripciones de los expertos sobre el deterioro de los parámetros fundamentales de Asia oriental. Lo mismo ocurre en este trabajo. Tailandia es el país que mejores resultados de estabilización macroeconómica presentó ya desde los primeros ochenta, su tipo de cambio estuvo fijado al dólar no sólo de hecho sino también oficialmente durante todo el período de entradas de capital, la liberalización comercial y financiera no fue particularmente cauta... y todo ello redundó en que éste fuera el país con mayores entradas de capital en porcentaje del PIB de Asia-3. Si se atiende a las políticas de respuesta a las entradas de capital, Tailandia es también el caso paradigmático, el caso que más se ajusta a la argumentación de esta tesis. Y todo ello conduce a que este país sea asimismo el que presentara todas las facetas del deterioro de los parámetros fundamentales descritos en el epígrafe D del capítulo 3: la faceta comercial (apreciación real de la moneda, caída del crecimiento de las exportaciones y déficit corriente) y la faceta financiera (escalada de los riesgos de crédito, liquidez y cambio, por el excesivo endeudamiento a corto plazo y no cubierto canalizado hacia el sector de la propiedad).

Malasia también se ajusta, como se ha ido viendo, a la argumentación de este trabajo. Pero presenta un rasgo distintivo que consiste en que el deterioro de sus parámetros fundamentales fue más acusado en el lado comercial que en el financiero. Malasia destacó por llevar a cabo una reforma financiera algo más cauta que la de los otros dos países: las autoridades de este país no fueron tan permisivas como en



Tailandia e Indonesia con la apertura de nuevos bancos o sucursales de los existentes, ni con la participación extranjera en el sistema financiero interno; mantuvieron ciertos controles sobre los movimientos de capital; e impusieron nuevos controles en 1994 a la vista de la entrada creciente de OI a corto plazo. Esta mayor cautela en la liberalización financiera condujo a cierto control del endeudamiento a corto plazo (recuérdese que tanto la deuda a corto plazo sobre el total como la deuda a corto plazo sobre reservas fue menor en este país que en los otros dos). Por otra parte, el régimen cambiario de Malasia fue algo más flexible, al menos *de iure*, que los otros dos, con lo que pudo ofrecer menores incentivos a la toma de préstamos en moneda extranjera no cubiertos. Así, como indican Jomo (1998), Goldstein (1998), Alba *et al.* (1998) o Khor (1999), este país presentó menores desajustes de vencimientos y denominaciones que los otros dos. En resumen, si bien Malasia padeció la apreciación real de su moneda y el crecimiento de su déficit corriente, incluso algo más que los otros dos, los problemas relacionados con el endeudamiento a corto plazo y en moneda extranjera fueron algo menores.

Finalmente, Indonesia se distinguió por no tener unos parámetros comerciales tan deteriorados como los de los otros dos países. Si bien la apreciación real de su moneda fue aproximadamente tanta como la de Tailandia y Malasia, no sufrió una caída tan sustancial de sus exportaciones en los años previos a la crisis ni vio crecer su déficit corriente hasta las cotas alcanzadas en sus dos países vecinos. Quizá su diferente estructura exportadora (menor especialización en productos electrónicos, por ejemplo) protegió a este país de algunos de los *shocks* comerciales externos que a continuación se describen. En cambio, el deterioro de sus parámetros fundamentales financieros “encaja” muy bien en la argumentación general de este trabajo (aunque fueran las empresas no financieras las que protagonizaran la asunción de riesgos): ciertas políticas iniciales –entre las que destacan una liberalización financiera rápida y un tipo de cambio fijo *de facto* con el dólar– atrajeron capital volátil y no cubierto del riesgo de cambio, que se canalizó hacia la financiación de proyectos demasiado arriesgados y una burbuja especulativa.

## **a.2) Causas del surgimiento del recalentamiento y la fragilidad financiera**

En todo el capítulo 3 se trató de explicar que las entradas de capital de los años noventa en Asia-3 y la gestión macroeconómica llevada a cabo en estos países (antes y después de las entradas de capital) derivaron en problemas de competitividad comercial y de fragilidad financiera.

Si existe este apartado es porque no se puede dejar de señalar que hubo otros factores, no relacionados con las entradas de capital ni con la gestión macroeconómica en Asia-3, que favorecieron, asimismo, el deterioro de ciertos parámetros fundamentales de estas economías. Nótese, en cualquier caso, que estos factores exógenos al análisis que en este trabajo se desarrolla desempeñaron un papel especialmente relevante en la generación de problemas comerciales, pero no tanto en la generación de problemas financieros, que puede explicarse, casi exclusivamente, con el argumento del capítulo 3.

Una explicación exógena del incremento de los diferenciales entre la inflación de los países asiáticos y la inflación de los países industriales puede encontrarse en las tendencias deflacionistas que presentaron estos últimos. Efectivamente, dichas tendencias provocaron que las tasas de inflación registradas en los países asiáticos, a pesar de no ser muy elevadas, fueran suficientes como para que se generara un diferencial de inflación y, por tanto, la apreciación real de los tipos de cambio asiáticos (Lau, 2001). Así, como se observa en el cuadro 4.5 (y en el gráfico 3.19), el diferencial de inflación entre Tailandia y EE.UU. creció hasta unos 3 puntos porcentuales en 1995 y 1996; el diferencial entre la inflación de Malasia y la de EE.UU. alcanzó casi 2,5 puntos porcentuales en 1995, habiendo sido bajísimo o nulo en años anteriores; y el diferencial entre la inflación de Indonesia y la de EE.UU. rondó o superó los 6 puntos porcentuales entre 1993 y 1995.

**Cuadro 4.5:**  
**Tasas de inflación en Asia-3 y EE.UU. y diferenciales de inflación**  
**con respecto a EE.UU., 1988-1998**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Tailandia</b>	3,81	5,22	6,03	5,69	4,19	3,33	5,00	5,82	5,80	5,67	8,05
<b>Malasia</b>	2,68	2,74	2,66	4,33	4,74	3,62	3,71	5,26	3,50	2,61	5,27
<b>Indonesia</b>	8,17	6,33	7,93	9,34	7,56	9,64	8,55	9,41	8,00	6,67	57,73
<b>EE.UU.</b>	4,02	4,90	5,28	4,32	3,02	2,93	2,64	2,77	2,90	2,33	1,61
<b>Diferencial Tailandia</b>	-0,21	0,32	0,75	1,37	1,17	0,40	2,36	3,05	2,90	3,34	6,44
<b>Diferencial Malasia</b>	-1,34	-2,16	-2,62	0,01	1,72	0,69	1,07	2,49	0,60	0,28	3,66
<b>Diferencial Indonesia</b>	4,15	1,43	2,65	5,02	4,54	6,70	5,91	6,63	5,10	4,33	56,11

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales*, FMI; y cálculos propios.

Con respecto a la apreciación real de las monedas de Asia-3, recuérdese que ésta pudo producirse, en parte, por el recalentamiento generado por las entradas de capital. Pero no debe olvidarse que además, desde mediados de 1995, el dólar se apreció rápidamente en términos nominales y reales. El valor del dólar había sido decreciente con respecto al yen y al marco alemán desde 1991 y hasta 1995. Esa depreciación del dólar favoreció la competitividad en Japón y Europa de los países cuyas monedas estaban ancladas a él (como los países de Asia-3). Pero, como se decía, en la primavera de 1995 la tendencia del dólar cambió, de manera que el tipo de cambio yen/dólar pasó de 80 a más de 125 en el verano de 1997; o, en otras palabras, el dólar se apreció frente al yen en un 56% (Corsetti *et al.*, 1998). Tal apreciación alimentó, lógicamente, la apreciación de las monedas ancladas al dólar, entre las que se contaban, como ya se vio, el baht, el ringgit y la rupia indonesia.

Se puede defender que la apreciación del dólar es más explicativa de la apreciación real de las monedas de Asia-3 que el recalentamiento, como hacen Eichengreen y Fishlow (1998). De ser así, podría argumentarse que no es cierto todo lo dicho en el capítulo 3: que los problemas de competitividad en Asia-3 tuvieron que ver con las entradas de capital y con la gestión macroeconómica. Pero que las monedas

se apreciaran como consecuencia de la apreciación del dólar fue gracias a que se estaban manteniendo, de hecho, tipos de cambio fijos con el dólar (aunque teóricamente los tipos de cambio estuvieran fijados a una cesta de monedas). Así, aun pudiendo ser cierto que las entradas de capital y el consiguiente recalentamiento no sean muy explicativos de la apreciación real de las monedas de Asia-3, la gestión macroeconómica lo es más: sin tipos de cambio fijos con el dólar la apreciación de esta moneda no podría explicar la apreciación real de las monedas de Asia-3.

Con respecto a la caída del crecimiento de las exportaciones de estos países, ya se vio que pudo ser, en parte, consecuencia de la pérdida de competitividad que la apreciación real de las monedas de Asia-3 supuso. Pero también se produjeron diversos *shocks* externos con efectos perniciosos para las exportaciones de estos países. En primer lugar, la moneda china se devaluó en términos nominales en un 50% en 1994. Ello supuso, junto a la cada vez mayor tendencia exportadora de ciertas regiones de China, una importante pérdida de competitividad en precios para las demás economías asiáticas. No obstante, como apuntan Alba *et al.* (1998), mientras China ha ido ganando participación en los mercados de exportación de los productos tradicionalmente exportados por los países de Asia-3, estos países han ido ganando participación en los mercados de exportación de productos más intensivos en tecnología. Así, si bien es cierto que China pudo suponer un importante competidor para estos países, no parece que la explicación de la caída del crecimiento de sus exportaciones de mediados de los noventa se encuentre en esa competencia china.

En segundo lugar, se produjo una caída en la demanda de semiconductores a nivel mundial en 1996 y se deterioraron los términos de intercambio de algunos países asiáticos (sobre todo por la caída de los precios de *chips* para ordenadores y de otros componentes electrónicos). Tailandia y Malasia se vieron especialmente perjudicados por esa saturación de los mercados internacionales y por ese deterioro de los términos de intercambio, dado que aproximadamente el 33 y el 50% de sus exportaciones respectivas era, en 1996, de productos electrónicos (Banco Mundial, 1998).

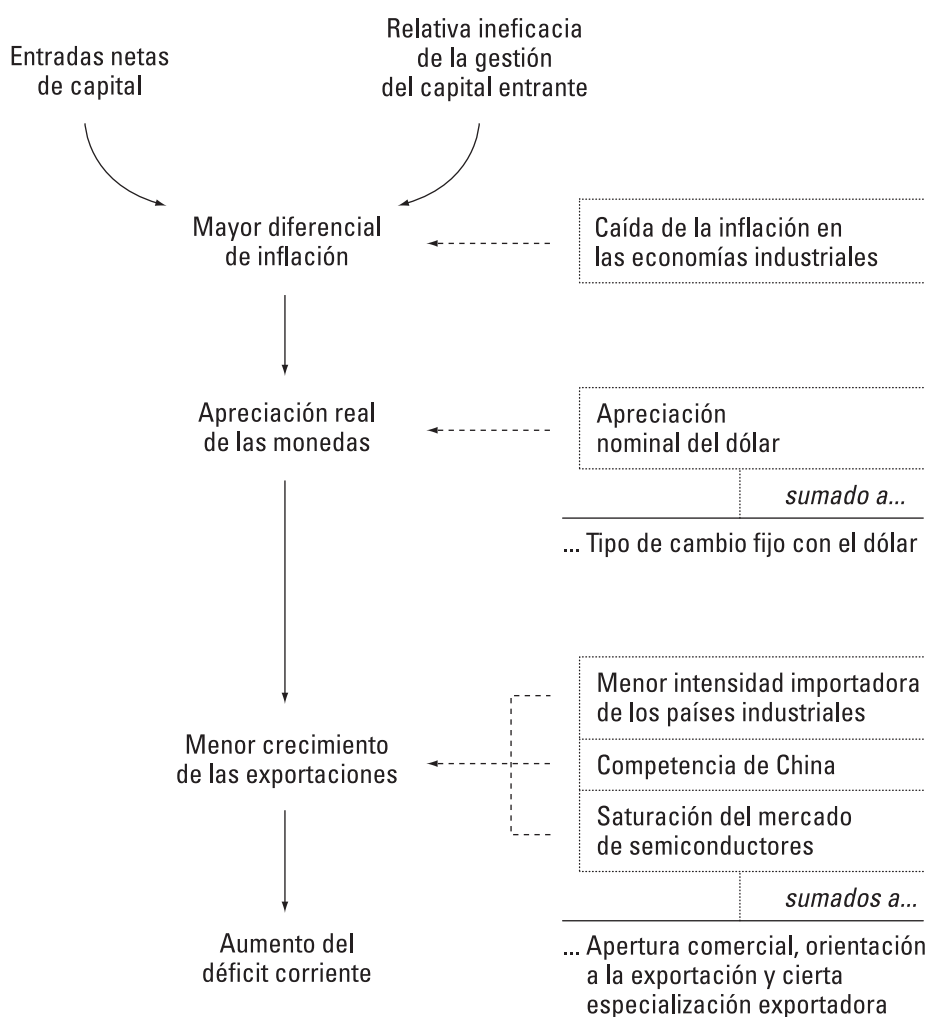
En tercer lugar, los países industriales atravesaban un momento de recesión y, por tanto, de menor propensión importadora. En concreto, el crecimiento de las importaciones de los países desarrollados fue del 10,9% en 1994, del 7,5% en 1995 y de tan sólo del 4,7% en 1996 (CESPAP, 1998). La contracción del crecimiento de las importaciones fue particularmente notable en EE.UU. y Japón. Además, la tímida recuperación de la economía japonesa de 1996 fue contrarrestada por una nueva caída de la actividad económica debida a la elevación de la imposición al consumo en abril de 1997. Se puede ver, asimismo, que la contracción del crecimiento de la demanda a nivel internacional no dejó de afectar notablemente a los países de Asia-3. En concreto, el crecimiento de los mercados de exportación tailandeses cayó en 4 puntos porcentuales; el de los mercados de Malasia se redujo en un 5%; y el de los indonesios en más de un 6% (Alba *et al.*, 1998).

Al igual que el tipo de cambio fijo actuó como una premisa necesaria para que la apreciación del dólar tuviera un impacto en la competitividad de los países de Asia-3, puede considerarse que otras medidas de gestión actuaron como premisas necesarias para que las exportaciones de estos países se vieran afectadas por los tres *shocks* externos descritos. En concreto, Corsetti *et al.* (1998) argumentan que el alto grado de apertura comercial, la orientación exportadora y la composición de las exportaciones de Asia-3 supusieron una fuente de vulnerabilidad a cambios en los mercados internacionales de bienes y servicios. En la misma línea, el Banco Mundial (1998) señala que ciertos países de Asia oriental (Tailandia y Malasia, entre ellos) habían pasado de una especialización exportadora en productos básicos a una especialización quizá excesiva en productos de alta tecnología, que les hizo vulnerables a la saturación del mercado internacional de estos últimos productos.

Así pues, como se ha visto, los problemas de competitividad de los países que aquí se estudian derivaron de dos fuentes. Por una parte, del recalentamiento generado por las entradas de capital y la gestión macroeconómica previa y posterior a la misma (subhipótesis 2.1 y 3.1); y, por otra parte, de diversas eventualidades de carácter exógeno. Además, que esas eventualidades de carácter exógeno incidieran como lo hicieron en Asia-3 se debe, en parte, al paquete de medidas de ajuste que se aplicó durante la década de los ochenta (tipos de cambio fijo y liberalización comercial, entre

otras medidas). Con respecto a los problemas de fragilidad financiera, parece que éstos sólo derivaron del proceso descrito de entradas de capital y gestión macroeconómica (subhipótesis 2.2 y 3.2). Es decir, no hubo ningún *shock* exógeno que agravara la escalada de fragilidad financiera que apareció como consecuencia de esas entradas de capital y de esa gestión macroeconómica.

**Gráfico 4.1:**  
**Causas endógenas y exógenas del recalentamiento en Asia-3<sup>a</sup>**



a: Los elementos rodeados con línea discontinua son los factores exógenos.

## **b) Del deterioro de los parámetros fundamentales a las crisis financieras**

Como ya se ha comentado en una introducción anterior, el paso entre el deterioro de los parámetros fundamentales y las crisis de Asia-3 es, sin duda, de los más difíciles de explicar, debido a la casi imposibilidad de establecer vínculos causales entre una cosa y otra, tanto desde un punto de vista teórico como desde uno empírico.

En cualquier caso, aquí se tratará de mostrar, al menos, que el deterioro de los parámetros fundamentales en Asia-3 (en concreto, el surgimiento de problemas de competitividad y fragilidad financiera) desempeñó un papel en la generación de las crisis. Para ello se recurrirá a las teorías escogidas en el epígrafe C del capítulo 2 (ciertos modelos de segunda generación y teorías complementarias), justificando el “encaje” de las crisis asiáticas en dichas teorías mediante el uso, cuando sea posible, de información de carácter empírico.

Recuérdense, antes de comenzar, las teorías a las que se está haciendo referencia, y que vinculan el recalentamiento y la fragilidad financiera con las crisis financieras.

1. Ciertos modelos de segunda generación explican cómo una pérdida de competitividad o un incremento de la fragilidad financiera sitúan a la economía que padezca tales problemas en la denominada zona de crisis, donde existe equilibrio múltiple y, por tanto, la posibilidad del autocumplimiento de las expectativas.
2. Algunos otros modelos complementan la explicación de la segunda generación: algunos modelos de contagio, por ejemplo, ofrecen una justificación del cambio de expectativas; los modelos de comportamiento de los agentes privados explican los mecanismos de información y psicológicos que permiten que el cambio de expectativas se coordine en un ataque especulativo; y los modelos de crisis gemelas, al recordar la estrecha vinculación entre las crisis cambiarias y las bancarias, justifican la posibilidad de la convivencia de modelos de crisis cambiarias y modelos de crisis bancarias en un mismo marco teórico.

### **b.1) Rechazo de los modelos de primera generación o de las crisis inevitables**

Dedíquese este apartado a argumentar que los modelos de primera generación no son de utilidad para entender las crisis financieras asiáticas. En primer lugar, y desde una perspectiva teórica, no sirven para conformar un marco teórico que vincule las entradas de capital y su gestión con las crisis financieras, tal y como se argumentó en el epígrafe C del capítulo 2. Recuérdese que el argumento que en esta tesis se desarrolla –que, no obstante, no es necesariamente el único explicativo de las crisis asiáticas– es que las entradas de capital y su gestión redundaron en problemas de recalentamiento y fragilidad financiera, y que dichos problemas favorecieron el estallido de una crisis financiera. Y recuérdese asimismo que los modelos de primera generación no incorporaban, por lo general, variables de recalentamiento ni fragilidad financiera; y que, si lo hacían, dichos problemas hacían las crisis inevitables, y ya se expusieron anteriormente las dudas sobre la posibilidad de que las crisis financieras sean inevitables.

En segundo lugar, desde una perspectiva empírica, los especialistas suelen coincidir en que el deterioro de los parámetros fundamentales de los países asiáticos nada tiene que ver con los problemas que un país debe tener para sufrir una crisis de primera generación “clásica”. Véase este segundo punto con algo más de detenimiento.

Los países de Asia-3 no presentaban déficit públicos elevados (véase, de nuevo, el cuadro 3.5), por lo que no necesitaban emitir dinero para financiar dichos déficit. Así, no podía existir el *gap* entre la oferta y la demanda de dinero que, según los modelos de primera generación “clásicos”, puede culminar en el agotamiento de las reservas en divisas. El único elemento común entre las crisis asiáticas y las crisis de los modelos de primera generación es la apreciación real de las monedas, previa a los ataques especulativos, pero en dichos modelos la apreciación real no tiene su origen en las entradas de capital (como se argumentó en el epígrafe C del capítulo 2).

A pesar de todo esto, algunos autores (Corsetti, 1998; Veigel, 1999) consideran que los modelos de primera generación “clásicos” explican mucho más sobre las crisis



asiáticas de lo que en un principio pudiera parecer. La idea de estos autores es que en los países asiáticos existían garantías institucionales y que éstas podían acarrear importantes déficit fiscales en el futuro (*prospective deficits*, como los denominan Burnside *et al.*, 1998). Los agentes esperan que dichos futuros déficit se van a financiar, al menos en parte, con monetización, con lo que aparecen expectativas de inflación. Así, los agentes se deshacen de la moneda del país en cuestión para evitar las pérdidas que la futura inflación les supondría. “[La] devaluación que se da en la crisis surge de las expectativas de la futura monetización de déficit fiscales. Incluso aunque no haya habido monetización en el pasado, y haya habido un *stock* creciente de reservas internacionales, las dudas sobre la oferta monetaria en el futuro pueden conducir a una retirada del crédito del tipo analizado por Krugman en 1979” (Corsetti, 1998, pág. 14).

Esta línea de argumentación es, sin duda, interesante, pero cabe descartarla en este trabajo en vista de que queda por demostrar que los agentes privados se preocuparon efectivamente por la futura aparición de déficit y su monetización. Resulta muy difícil saber qué es lo que preocupa a los inversores en cada momento; es decir, qué es lo que motiva sus expectativas de devaluación y, por tanto, el ataque especulativo. Así que no es fácil demostrar que fueron futuros déficit públicos lo que movió a los agentes a atacar.

Además, esta reinterpretación del modelo de primera generación “clásico” adolece de la misma rigidez que la interpretación habitual del mismo: se considera que los gobiernos no van a cambiar su política después del ataque especulativo. En la interpretación habitual del modelo de primera generación, en la que la monetización del déficit público se está dando ya antes de la crisis, se supone que esa monetización va a continuar tras el abandono del tipo de cambio. En esta nueva interpretación, en la que la monetización se produciría tras la crisis, se supone que las garantías institucionales que hay antes de la crisis, se van a mantener y se las va a hacer frente (mediante la monetización del déficit) después de que dicha crisis estalle. A la vista de que, ya antes de las crisis, no todos los bancos en quiebra fueron rescatados por las

autoridades<sup>113</sup>, resulta más verosímil la idea de que las crisis estallaron por el miedo a que las garantías no se mantuvieran (como en Krugman, 1998a; o en Corbett y Vines, 1999) que la idea de que estallaron por el miedo a que el mantenimiento de las mismas se convirtiera en déficit público, que a su vez se convirtiera en monetización, que a su vez se convirtiera en inflación.

En cualquier caso, parece que el modelo de Dooley (1997) concuerda bastante mejor con los hechos ocurridos en Asia oriental en los años previos a las crisis que los modelos de primera generación “clásicos”, dado que incorpora el deterioro de parámetros fundamentales de naturaleza financiera como consecuencia de las entradas de capital (y no sólo los problemas macroeconómicos futuros derivados de la futura monetización del déficit). Sin embargo, para que los modelos de primera generación, en general, y modelos nuevos como el de Dooley (1997), en particular, fueran útiles para entender las crisis asiáticas, sería necesario que éstas hubiesen sido inevitables y, así, predecibles (aunque con indicadores distintos a los que se pueden extraer de los modelos de primera generación convencionales). Así, hay que preguntarse si las crisis asiáticas fueron inevitables y predecibles o no, para ver si un modelo de primera generación puede servir para entender dichas crisis, o si, por el contrario, el marco teórico definido anteriormente –basado en modelos de segunda generación– resulta de mayor utilidad.

¿Fueron las crisis asiáticas inevitables y predecibles? Cabe defender que las crisis asiáticas no eran inevitables, a pesar del deterioro de los parámetros fundamentales comerciales y/o financieros, a la vista de las siguientes consideraciones.

1. No se produce una crisis financiera siempre que un país en desarrollo presenta problemas semejantes a los de Asia-3, sino que pueden producirse *soft-landings* que palíen dichos problemas. De hecho, algunos autores (Radelet y Sachs, 1998a y b; Bustelo *et al.*, 2000; Kawai *et al.* 2001) consideran que en Asia oriental podría haberse producido ese *soft-landing*, por el cual se habrían reducido los problemas comerciales y financieros de Asia oriental y se habrían evitado las crisis.

---

<sup>113</sup> Das (2000) defiende que las garantías a las instituciones financieras asiáticas, si bien existieron en los primeros años de las entradas de capital, fueron desapareciendo ya antes del estallido de las crisis.

2. Casi todos los análisis empíricos (como, por ejemplo, los revisados en las interpretaciones de las crisis) coinciden en que el pánico financiero desempeñó algún papel en la generación de las crisis asiáticas; y el pánico financiero es, por definición, un fenómeno contingente (no inevitable), en la medida en que puede estar provocado por un sinnúmero de eventualidades.

Con respecto a la predictibilidad de las crisis, se puede decir algo muy parecido: es difícilmente demostrable que las crisis asiáticas fueran impredecibles –el que no se predijeran<sup>114</sup> no es suficiente demostración de su impredecibilidad–; pero si el pánico financiero tuvo algo que ver en dichas crisis, efectivamente éstas eran impredecibles, porque ¿cómo saber cuándo se va a producir un cambio de expectativas que puede ser provocado por casi cualquier cosa? En otras palabras: “una razón de la falta de poder predictivo [de los indicadores de crisis] es que las expectativas (...) desempeñan un gran e impredecible papel en las crisis” (Kawai *et al.*, 2001, pág. 11). Así, cabe opinar que las crisis asiáticas no fueron inevitables ni predecibles, por lo que quizá “encajen” en el marco teórico definido anteriormente, basado en modelos con equilibrio múltiple (es decir, modelos con crisis contingentes).

## **b.2) La utilidad parcial de los modelos de segunda generación**

Se vio anteriormente que los modelos de segunda generación ofrecen los razonamientos necesarios para explicar que un deterioro no excesivo de los parámetros fundamentales de un país se puede convertir en una crisis financiera, en virtud de un cambio de expectativas de los agentes privados sobre el mantenimiento del tipo de cambio o sobre la posibilidad de recuperar sus inversiones en el país. Lo que se va a intentar en este apartado es mostrar que algunos modelos de segunda generación (en ocasiones, algo reinterpretados) vinculan el recalentamiento y/o la fragilidad financiera, tal y como se manifestaban en Asia-3, con crisis financieras. Así, se podrá concluir que los problemas que padecían los países de Asia-3, y que se han estudiado anteriormente, aunque no causaran directamente las crisis, permitieron que las expectativas de devaluación de los agentes privados se autocumplieran.

---

<sup>114</sup> Véanse muestras de que las crisis asiáticas no fueron predichas en Radelet y Sachs (1998a); y Bustelo *et al.* (2000).

Comiéncese con el análisis del deterioro del saldo corriente como fuente de vulnerabilidad a padecer una crisis financiera. Anteriormente se estudió el segundo modelo que aparece en Obstfeld (1994). En él se relataba el siguiente proceso: el crecimiento de los salarios trae consigo una merma de la competitividad comercial del país en cuestión, la cual supone una desaceleración del crecimiento económico y un incremento del desempleo. Estos problemas de crecimiento y empleo alimentan las expectativas de devaluación de los agentes privados, dado que dicha devaluación favorecería la competitividad comercial y el consiguiente crecimiento económico.

Resulta obvio que esta historia no coincide con lo que estaba ocurriendo en Asia oriental antes de las crisis, donde no había problemas de crecimiento ni de desempleo (véanse, de nuevo, los cuadros 4.3 y 4.4) ni un crecimiento especialmente notable de los salarios —si bien también es cierto que en el año 1996 el crecimiento del PIB fue algo menor que en años anteriores—. El punto en común entre el modelo referido y el caso de Asia-3 es la pérdida de competitividad como variable que puede hacer pensar que al gobierno le interesa abandonar el tipo de cambio fijo. Podría, pues, darse un modelo de segunda generación en el que una tendencia creciente de los tipos de interés, como la derivada de la esterilización, supusiera una entrada mayor de capital extranjero, que presionara al alza sobre el tipo de cambio real, empeorándose así el saldo comercial. Ese empeoramiento del saldo comercial supondría, finalmente, un incremento de las expectativas de devaluación, que exigiría, a su vez, mayores elevaciones del tipo de interés. Así, un modelo del tipo de Obstfeld (1994) en el que se modificara el origen de la caída de la competitividad (cambiando crecimiento salarial por apreciación real de la moneda) explicaría bastante bien un proceso de crecientes entradas de capital y surgimiento de problemas comerciales que posibilitaran el autocumplimiento de las expectativas por hacer demasiado costoso el mantenimiento del tipo de cambio (costoso en términos de competitividad comercial). Y recuérdese que en Asia-3 se produjo precisamente un proceso de elevación de los tipos de interés → entradas de capital → apreciaciones reales → problemas comerciales, con lo que puede concluirse que podría haber un modelo de segunda generación que explicara bien el caso asiático, en su vertiente comercial.

Se centra ahora el análisis en los distintos riesgos financieros como elementos que, al igual que los déficit corrientes, pueden abrir la puerta al autocumplimiento de las expectativas de crisis de los agentes privados. Hay varios modelos, revisados anteriormente, en los que, efectivamente, es la fragilidad financiera lo que sitúa a la economía en cuestión en la zona de crisis. Algunos de esos modelos (Obstfeld, 1994 y 1996; y Cole y Kehoe, 1996 y 1998) formalizaban el caso en que el crecimiento de los tipos de interés encarece la deuda pública, generándose, por tanto, expectativas de devaluación del tipo de cambio. Así, dichos modelos señalan que una acumulación considerable de deuda pública, especialmente si es a corto plazo y está denominada en moneda extranjera, sitúa a la economía en cuestión en una zona de equilibrio múltiple. Otros modelos (Calvo, 2000; Chang y Velasco, 1998b; Irwin y Vines, 1999) formalizaban el caso en que el equilibrio múltiple surge de que los inversores pueden creer o no creer en la capacidad del sistema financiero de hacer frente a sus obligaciones (con ayuda o sin ayuda de las garantías institucionales, según el modelo). El crecimiento de los tipos de interés supone una mayor fragilidad financiera, lo que alimenta las expectativas de los agentes prestamistas de que el sistema financiero es incapaz de hacer frente a sus obligaciones. Si en el modelo hay garantías institucionales, el crecimiento de los tipos de interés les resta credibilidad (por dificultar el que las autoridades cumplan con esas garantías en caso de incapacidad de pago de las instituciones garantizadas), con lo que igualmente se elevan las expectativas de impago del sistema financiero. Esas expectativas de impago pueden autocumplirse al retirar los agentes prestamistas sus inversiones, dando lugar a la crisis financiera (bancaria). Es más, si al darse la crisis bancaria las garantías entran en juego (o se cree que van a entrar en juego) se produce la crisis cambiaria al generarse expectativas de que las autoridades económicas no van a poder mantener el tipo de cambio.

El autocumplimiento de las expectativas, en el caso de Asia oriental, no pudo haber surgido de las expectativas de que el gobierno devaluara para abaratar su deuda, dado que los países asiáticos apenas tenían deuda pública. Su deuda era, por el contrario, fundamentalmente privada. No obstante, los mismos Cole y Kehoe (1998) señalan que reinterpretando ligeramente su modelo se puede obtener una visión del papel de la deuda asiática en la generación de las crisis: “Pensamos que una versión de

nuestro modelo que incorpore un sistema bancario privado con garantías gubernamentales explícitas o implícitas a los prestamistas extranjeros puede dar cuenta de estas crisis [las crisis asiáticas]” (Cole y Kehoe, 1998, pág. 32). Los otros modelos señalados (Calvo, 2000; Chang y Velasco, 1998b; e Irwin y Vines, 1999) parece que hacen precisamente lo que sugieren Cole y Kehoe que podría hacerse. Así, formalizan el caso en que un desajuste de vencimientos de la deuda privada sitúa a una economía en la zona del equilibrio múltiple. En resumen: estos modelos, en conjunto, muestran que la acumulación de deuda, el hecho de que sea a corto plazo y de que esté denominada en moneda extranjera posibilitan que las expectativas se autocumplan al hacer más difícil la devolución de la deuda que han contraído los agentes privados y, por tanto, al hacer demasiado costoso el mantenimiento del tipo de cambio (costoso en términos de garantías que se encarecen). Y recuérdese que los países de Asia-3 precisamente habían visto crecer su deuda a corto plazo y en moneda extranjera en los años previos a las crisis, con lo que puede concluirse que estos modelos de segunda generación explican bien el caso asiático en su vertiente financiera.

Lo que todavía no se ha discutido en este trabajo es si existían en Asia-3 esas garantías que han de encarecerse para que los agentes privados duden de la determinación o de la capacidad del gobierno de mantener el tipo de cambio (como en los modelos de segunda generación con fragilidad financiera). Pues bien, cabe opinar, como algunos autores hacen (i.e. Corsetti *et al.*, 1998), que efectivamente existían garantías institucionales; o, como hacen otros (i.e. Das, 2000), que los agentes percibían la existencia de garantías, aunque éstas no existían de hecho. Los primeros autores argumentan a favor de la existencia de garantías a la luz de las conexiones entre los gestores de los bancos y la elite política y de los rescates de bancos que se produjeron en los años o meses anteriores a las crisis<sup>115</sup>. Los segundos argumentan que el hecho de que los agentes percibieran la existencia de garantías provino de que éstas

---

<sup>115</sup> Por ejemplo, en Tailandia, a principios de 1997, el FIDF había prestado más de 8.000 millones de dólares a instituciones financieras en peligro de quiebra; y *Finance One* en solitario había recibido más de 1.400 millones de dólares. Y en Indonesia (el país donde las conexiones entre políticos y bancos eran más evidentes) los miembros de la familia de Suharto y la elite política controlaban directamente un buen número de bancos y otras instituciones financieras. Por ejemplo, en abril de 1996 se encargó al Banco Negara Indonesia que “cuidara” de dos bancos afiliados a la familia de Suharto: el banco *Yama*, propiedad de la hija mayor de Suharto; y el banco *Pacific*, gestionado por la hija del fundador del monopolio estatal de petróleo *Pertamina* (Corsetti *et al.* 1998).

efectivamente desempeñaron un importante papel en la resolución de crisis financieras previas: en Tailandia en 1983-87, en Malasia en 1985-88 y en Indonesia en 1994 (Alba *et al.*, 1998; Das, 2000). En cualquiera de los dos casos –existieran las garantías o fuera su existencia percibida pero no real– los modelos de segunda generación con fragilidad financiera tienen sentido para las crisis de Asia-3 (en su vertiente financiera): basta con que los agentes crean que el gobierno no va a poder hacer frente a las garantías (sean éstas reales o percibidas) para que se produzca la retirada del crédito.

Al margen de evaluar si los modelos en los que se incorporan variables específicas (de recalentamiento o de fragilidad financiera) ayudan a entender algo de las crisis asiáticas o no, cabe preguntarse directamente por el equilibrio múltiple en Asia oriental. ¿Se puede afirmar que los países de Asia-3 estaban en una zona de crisis en la que la crisis era contingente y condicionada al autocumplimiento de las expectativas? Existen estudios empíricos que responden afirmativamente a dicha pregunta<sup>116</sup>. Por ejemplo, el análisis de Tornell (2001) concluye que los países de Asia oriental estaban en una zona de crisis debido al deterioro de ciertos parámetros fundamentales (en concreto, *boom* de crédito, apreciación real de sus monedas y falta de liquidez de los bancos centrales); y que fue el cambio de expectativas lo que desencadenó las crisis. Asimismo, en Sachs y Woo (2001) se resume un estudio realizado por estos y otros autores, en el que se estimó que la probabilidad de que estallara una crisis financiera en cada uno de los países de Asia-5 (Asia-3 más Corea y Filipinas) era del 20%, de acuerdo con el estado de sus parámetros fundamentales, lo que significa que sólo uno de los cinco países debería haber sufrido una crisis. Por el hecho de que todos los países la sufrieron concluyen que para que se desencadenaran las crisis tuvo que darse el autocumplimiento de las expectativas de devaluación.

Si se admite, pues, una explicación del tipo de los modelos de segunda generación para las crisis de los países de Asia-3, cabe preguntarse qué es lo que motivó ese cambio de expectativas que, gracias a la existencia de equilibrio múltiple,

---

<sup>116</sup> Resulta interesante que también se ha mostrado la existencia de equilibrio múltiple y autocumplimiento de expectativas para el caso francés de 1992-93 (Jeanne, 1997) y para el mexicano de 1994-95 (Cole y Kehoe, 1996).

se autocumplieron, dando lugar a las crisis. Antes de enumerar los posibles detonantes del cambio de expectativas, adviértase que aquí no se van a ofrecer conclusiones sólidas a este respecto. Existe un gran vacío en la literatura sobre crisis financieras, o sobre mercados financieros en general, con respecto a qué es lo que motiva los cambios de expectativas de los agentes que participan en dichos mercados (una excepción es el estudio de Kaminsky y Schmukler, 1999, sobre reacciones del mercado ante noticias de diversa índole). Si existe tal vacío quizá sea por la enorme dificultad de realizar estudios en ese sentido. Por ello, baste con sugerir qué pudo determinar el cambio de expectativas sobre el mantenimiento de los regímenes cambiarios de Asia-3, sin ofrecer mucho respaldo empírico a tales sugerencias.

En primer lugar, y relacionado con problemas de competitividad comercial, el crecimiento de las exportaciones fue notablemente menor en 1996 que en años anteriores (véase el cuadro 4.6), lo que pudo ser interpretado como que los déficit corrientes se estaban tornando insostenibles. Así, cabe considerar, como hacen el Banco Mundial (1998) y Kawai *et al.* (2001), que el agravamiento de los problemas comerciales (caída de las exportaciones y considerables déficit corrientes) motivó el cambio de expectativas sobre el mantenimiento del tipo de cambio en Tailandia y Malasia (no tanto en Indonesia, donde, como ya se vio, los problemas comerciales eran menos graves).

**Cuadro 4.6:**  
**Exportaciones (fob) en Asia-3, 1988-1998 (crecimiento anual en %)**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Tailandia</b>	34,59	27,94	14,24	23,03	13,65	13,49	21,56	23,62	0,41	27,94	24,40
<b>Malasia</b>	22,19	22,74	17,43	18,65	9,69	16,96	26,96	20,18	6,51	12,11	29,82
<b>Indonesia</b>	12,16	15,30	15,87	13,50	16,56	8,41	8,77	18,39	5,13	7,21	-8,60

Fuente: *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries* (varios números), BAsD; y cálculos propios.

La salud de los sistemas financieros de Asia-3 también pudo ser motivo de alerta antes del estallido de las crisis. En primer lugar, se produjeron algunas quiebras de bancos tailandeses y el banco central del país comenzó a no rescatar a los bancos con



problemas (repátese la cronología de la crisis en Tailandia). En segundo lugar, comenzó a invertirse, antes de las crisis, la evolución de los precios de los activos. Es decir, comenzó a desinflarse la burbuja de precios (Banco Mundial, 1998; Kawai *et al.*, 2001), lo que pondría en evidencia las dificultades de las instituciones financieras asiáticas. En tercer lugar, subieron los tipos de interés japoneses en mayo ante la apariencia de que la economía japonesa estaba recuperándose. Esa elevación de los tipos de interés pudo advertir del regreso de capitales a Japón y de los consiguientes efectos sobre los sistemas financieros asiáticos (tan dependientes de la renovación del crédito externo) y sobre las monedas de los países de Asia-3 (Kregel, 1998a).

La inestabilidad política también pudo funcionar como detonante del cambio de expectativas. En Tailandia, los gobiernos de Banharn (1995-96) y de Chavalit (1996-97) mostraban signos de debilidad e incompetencia. En 1996 Banharn se vio obligado a dimitir por las presiones en su contra que se habían generado tanto desde dentro como desde fuera de la coalición gobernante. Dichas presiones estuvieron motivadas por diversos hechos: la incapacidad del presidente para hacer frente al creciente déficit público y a cuestiones de desarrollo a largo plazo; la creciente interferencia del gobierno en ciertas instituciones (como el banco central); el escándalo del *Bangkok Bank of Commerce*, que se describió anteriormente; las sustituciones del ministro de finanzas y de los presidentes del banco central y de la comisión del mercado de valores, etc. Tras el breve gobierno de Banharn, Chavalit se convirtió en primer ministro, a la cabeza de una coalición de seis partidos. Pero con este nuevo gobierno tampoco llegó una mayor estabilidad política debido a, entre otras cosas, la incapacidad del mismo de abordar cuestiones de desarrollo económico y social de largo plazo y a la dimisión, en junio de 1997, del ministro de Economía, Amnuay Viravan (Laurisden, 1998). En Malasia, el primer ministro Mahatir realizaba declaraciones airadas en contra del sistema financiero internacional, y en contra de los inversores internacionales (y de George Soros en particular). Por ejemplo, en una conferencia conjunta del Banco Mundial y el FMI, celebrada en Hong Kong el 20 de septiembre, dijo que “el comercio de divisas es innecesario, improductivo e inmoral” y que debía estar prohibido por la ley (Jomo, 1998). Esta actitud del primer ministro de Malasia sugería la no aceptación de la gravedad de la crisis y la no asunción de ninguna culpa en el estallido de la misma. Ello traería consigo una menor confianza por parte de los

inversores internacionales en Mahatir y en su política económica, lo que pudo, quizá no detonar, pero sí agravar la crisis en este país. Finalmente, en Indonesia, por una parte, el presidente Suharto presentaba signos de mala salud: el día 5 de diciembre canceló un viaje por el empeoramiento de su salud y el día 8 del mismo mes comenzó un retiro de 10 días de reposo; y, por otra parte, el gobierno mismo se debilitaba ante la creciente oposición popular: de hecho, manifestaciones y revueltas de las clases bajas y medias acabaron por forzar la retirada de Suharto del poder. La mala salud del presidente y la debilidad del gobierno trajeron consigo una buena dosis de incertidumbre política y el consiguiente agravamiento de la crisis. La relevancia de los vaivenes políticos como determinantes de las retiradas de capital es observable directamente en las inmediatas reacciones de los mercados a dichos vaivenes. Así lo confirma un estudio de Kaminsky y Schmukler (1999), que analiza a qué noticias respondieron los mayores movimientos de los mercados financieros asiáticos en 1997 y 1998, y que concluye que el 18% de esos movimientos siguieron a la difusión de noticias de carácter político.

Finalmente, para los casos de Malasia e Indonesia, la crisis tailandesa pudo ser el detonante del cambio de expectativas sobre la capacidad de esos dos países de mantener sus regímenes cambiarios. Alba *et al.* (1998) señalan que, así como en Tailandia y Corea los inversores pudieron apreciar ciertas debilidades comerciales y financieras antes de la crisis, en Malasia e Indonesia tales problemas no fueron tan visibles hasta el estallido de la crisis tailandesa. Por ello concluyen que el detonante de la crisis en estos dos últimos países hubo de ser la misma crisis tailandesa. Eso sí, una vez que la crisis en Tailandia provocó que las miradas de los inversores se posaran en sus países vecinos, éstos reevaluarían desde la inestabilidad política hasta sus vínculos reales con Tailandia, pasando por cualesquier variables económicas. Así, el detonante de la crisis de Malasia e Indonesia fue la crisis en Tailandia pero también detonantes más directos (percibidos como consecuencia de la primera crisis).

Concluyendo: los modelos de segunda generación ayudan a entender cómo ciertos parámetros fundamentales no muy saneados de los países asiáticos (decreciente competitividad comercial y fragilidad financiera) dificultaban el mantenimiento del tipo de cambio y/o la devolución de la deuda, permitiendo así el autocumplimiento de

las expectativas. El cambio de expectativas en los países de Asia-3 pudo tener su origen en muy diversos acontecimientos, siendo muy difícil determinar el peso de unos y otros en la determinación de ese cambio. Más difícil aún porque ninguno de esos posibles detonantes fue un fenómeno tan obviamente crucial como el referéndum danés, que precedió a la crisis europea, o el asesinato de Colosio, que precedió a la mexicana (Goldstein, 1998). En cualquier caso, además de ver que los modelos de segunda generación sí que pueden constituir la base teórica de una explicación de las crisis asiáticas, véase que las teorías complementarias a los mismos (contagio puro, comportamientos de los agentes privados y crisis gemelas) contribuyen a completar el panorama.

### **b.3) El contagio y otras explicaciones complementarias**

En primer lugar, se va a evaluar la posibilidad de que las crisis de los países estudiados (excepto la de Tailandia, por ser la primera en acontecer) fueran fruto del contagio. A continuación se tratará de ver si ciertos comportamientos de los agentes privados (*herding*, pánico financiero) tuvieron lugar en Asia oriental. Finalmente, se verá la relación entre la crisis cambiaria y la bancaria en los países asiáticos.

Con respecto al contagio, lo primero que resulta evidente es la coincidencia en el tiempo de las crisis de Asia-3 (y de las de los demás afectados). La cronología del epígrafe A de este capítulo mostraba que el estallido de las crisis de Malasia e Indonesia siguió de cerca al estallido de la crisis en Tailandia. Además, las crisis no sólo se produjeron más o menos a la vez, sino que también evolucionaron casi en paralelo. Es decir, si se compara el grado de correlación entre los valores de las monedas de Asia-5 en períodos no de crisis con la correlación en períodos de crisis, se observa que la última es mayor (véase el estudio econométrico de Baig y Goldfajn, 1998): en concreto, la correlación de los movimientos de los tipos de cambio de Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas fue particularmente elevada desde agosto de 1997 a febrero de 1998, y aún mayor entre octubre de 1997 y principios de enero de 1998 (Banco Mundial, 1998). También los *spreads* de los bonos públicos de estos países, así como los índices bursátiles, presentaron mayores niveles de correlación en el período de crisis financieras que antes de las mismas (Alba *et al.*, 1998).

Cabe preguntarse, pues, por qué se dio la coincidencia en el tiempo de las crisis, así como por qué los valores de las monedas de Asia-3 siguieron correlacionados durante meses. Recuérdese que la explicación de ello, según las teorías al respecto, podía ser o el denominado efecto monzón, los “esparcimientos” o el contagio puro. Pero téngase en cuenta que en esta tesis lo que se pretende es ofrecer una posible explicación del estallido de las crisis en Asia-3, pero no tanto la evolución posterior de las mismas. Por ello, en este apartado se va a evaluar cada una de las posibilidades de contagio como explicaciones del estallido de las crisis de Malasia e Indonesia, pero no tanto como explicaciones de las ulteriores correlaciones de sus mercados financieros.

Teóricamente sería posible que la coincidencia en el tiempo de las crisis de Asia-3 no fuera fruto del contagio (ni del “esparcimiento” ni del contagio puro), sino de un efecto monzón. Se puede argumentar, no obstante, que dicho efecto no pudo ser la principal razón de la coincidencia en el tiempo de las crisis en Asia oriental. Los principales *shocks* externos que pudieron haber afectado a todos los países a la vez son los *shocks* de carácter comercial analizados anteriormente (la apreciación del dólar con respecto al yen, la menor propensión importadora de Japón, etc.). Pero resulta que (1) la aparición de esos *shocks* se produjo algunos años antes de las crisis, con lo que no basta con referirse a ellos para explicar el estallido de las crisis; (2) los patrones comerciales de los países asiáticos eran distintos unos de otros, con lo que los *shocks* señalados no pudieron afectarles a todos de la misma forma (Masson, 1998); (3) a pesar de la depreciación del yen, la sobrevaluación de los tipos de cambio reales de estos países después de dicha depreciación no fue notablemente mayor a la sobrevaluación “histórica” (Chinn, 1998). Así, se puede concluir que los efectos monzón no son la principal explicación para el hecho de que coincidieran en el tiempo las crisis de Tailandia, Malasia e Indonesia.

Por tanto, debe de haberse producido un “esparcimiento” de la crisis tailandesa o un contagio puro. Como se analizó en el apartado teórico al respecto, puede producirse “esparcimiento” por vía comercial y/o por vía financiera. Asimismo, se observó que el “esparcimiento” podía causar la crisis, como en un modelo de primera generación, o situar al país en cuestión en una zona de crisis, en la que ésta es posible pero no necesaria, como en un modelo de segunda generación. No es fácil evaluar

empíricamente qué es lo que ocurrió. Descártese, en cualquier caso, un contagio del tipo de primera generación, dados los argumentos expuestos anteriormente (no coincidencia de variables entre los modelos y el caso asiático y carácter contingente de las crisis asiáticas). Pero véase si un deterioro de parámetros fundamentales, causado por la crisis en Tailandia, pudo situar a Malasia e Indonesia en la denominada zona de crisis.

El “esparcimiento” por la vía comercial puede producirse tanto por una merma de las exportaciones de los segundos países al primer país afectado, como por una caída de la competitividad comercial de esos segundos países en terceros mercados<sup>117</sup>. Con respecto a la posible pérdida de capacidad exportadora a Tailandia de Malasia e Indonesia, cabe argumentar que las exportaciones de los dos últimos países al primero suponían una proporción bastante pequeña de las exportaciones totales (4,1% en el caso de Malasia y 1,8% en el de Indonesia, en 1996<sup>118</sup>). Por ello, es improbable que la pérdida de competitividad en Tailandia fuera una fuente de contagio (Baig y Goldfajn, 1998). Con respecto a la pérdida de competitividad en terceros mercados —que habría propiciado devaluaciones competitivas por parte de Malasia e Indonesia—, ésta tampoco pudo suponer la principal fuente de contagio. Es así porque la competencia de Tailandia frente a Malasia o Indonesia en terceros mercados no era tan considerable a la luz de los diferentes patrones de exportación<sup>119</sup> y de los volúmenes de comercio de unos y otros países (Baig y Goldfajn, 1998; Drazen, 1999). De hecho, en un estudio del Banco Mundial (1998) se concluye que las depreciaciones de las monedas de los países contagiados fueron mucho mayores a lo que deberían haber sido si dichas depreciaciones respondieran a devaluaciones competitivas.

---

<sup>117</sup> Si se repasara la parte teórica sobre el “esparcimiento”, se observaría que éste también puede producirse por un incremento del *gap* entre la oferta y la demanda de dinero en los países contagiados. No se va a evaluar este caso para las crisis asiáticas porque ya se ha rechazado anteriormente la posibilidad de que éstas se produjeran por los mecanismos de los modelos “originales” de primera generación (que son los que incorporan ese *gap* entre sus variables explicativas).

<sup>118</sup> Véase el cuadro 8 de Goldstein (1998).

<sup>119</sup> Sobre la complementariedad de las exportaciones de los países de Asia-3, véase Banco Mundial (1998).

En cualquier caso, al margen de los volúmenes de comercio bilateral o con terceros mercados de los países de Asia-3, y al margen de sus especializaciones exportadoras o de cualesquier otros parámetros comerciales que quieran estudiarse, cabe argumentar que el “esparcimiento” por la vía comercial es poco defendible para el caso de Asia oriental, dado lo siguiente.

1. Las crisis asiáticas ocurrieron todas ellas en un período de tiempo muy corto (más corto aún si sólo se consideran los tres países de este estudio), con lo que apenas hubo tiempo entre la crisis tailandesa y las de sus países vecinos para que se produjera, en esos países vecinos, un cambio sustancial en los parámetros fundamentales comerciales. En esta línea, Masson (1998) señala que el deterioro de la competitividad causado por la devaluación del baht fue mínimo hasta noviembre de 1997; y Abeysinghe (2001) argumenta que los vínculos comerciales fueron vías de transmisión de la recesión tailandesa, pero sólo a medio plazo, no en el corto plazo en el que estallaron todas las crisis (en otras palabras: las devaluaciones competitivas se produjeron, pero no hasta finales de año, cuando ya todos los países de este estudio habían entrado en crisis).
2. Una buena parte de la caída de la competitividad de Malasia (y Corea) se explica por las características del mercado internacional de semiconductores y no por la devaluación del baht; e Indonesia ni siquiera sufrió un deterioro considerable de su cuenta corriente o del ritmo de crecimiento de sus exportaciones antes de la crisis.
3. Debido a la severa contracción del crédito que sufrió Tailandia tras el estallido de la crisis, a la pérdida de acceso al crédito comercial y a la estructura de comercio regional, este país no pudo aprovechar las ventajas de competitividad que la devaluación del baht le brindó hasta muchos meses después de julio de 1997: “Una depreciación del 40% debería haber incrementado el volumen de exportaciones de los países en crisis en un 20-30% (...). No obstante, la respuesta total del volumen de exportación de Tailandia ha sido decepcionante (...)” (Banco Mundial, 1998, pág. 28).

Con respecto al esparcimiento por la vía financiera, Kodres y Pritsker (1998) analizan el caso en que los inversores, tras vender activos de un primer país, que consiguientemente entra en crisis, compran activos de un segundo país y cubren dicha

compra con la venta de activos de un tercer país, que asimismo entra en crisis. Cuanto mayor sea la asimetría de la información, mayor es la probabilidad de que se produzca este tipo de contagio. Estos autores concluyen que este tipo de contagio ocurrió en Asia oriental. Además, Kawai *et al.* (2001) argumentan que los bancos japoneses tenían una gran exposición en Asia oriental, por lo que, al estallar la crisis en Tailandia, tuvieron que retirar el crédito a otros países de la región para hacer frente a las pérdidas sufridas en dicha crisis. No obstante, no existen demasiados estudios que hayan intentado cuantificar el “esparcimiento” por la vía financiera para el caso de Asia-3, quizá porque, como afirman el Banco Mundial (1998) y Abeysinghe (2001), resulta muy difícil cuantificar ese tipo de contagio dada la escasez de series temporales largas de carácter bilateral al respecto de variables financieras.

Entonces, ¿hubo contagio puro? Ya se explicó, siguiendo a Masson (1998), que el contagio puro ocurre cuando una crisis resulta de un cambio en la percepción que los inversores tienen de los parámetros fundamentales de un país o de un cambio en su tolerancia al riesgo, siendo dichos cambios la consecuencia de una crisis en otro país. Esta explicación del contagio parece más plausible para lo ocurrido en Asia oriental, dado que los problemas de competitividad y fragilidad financiera en Malasia e Indonesia habían aparecido algunos años antes, pero no fue hasta la crisis de Tailandia cuando los inversores se preocuparon por dichos problemas (Alba *et al.*, 1998).

Además, algunos estudios econométricos apoyan la idea de que en Asia oriental hubo contagio puro. Por ejemplo, Baig y Goldfajn (1998) concluyen que las correlaciones en los mercados de divisas y de valores de los países de Asia-5 fueron elevadas aun eliminando el efecto sobre las mismas de la evolución de los parámetros fundamentales de dichos países, lo que indica la existencia de contagio puro. Asimismo, Abeysinghe concluye que “la velocidad a la que las economías asiáticas cayeron una detrás de otra nos indica que [la coincidencia de las crisis en el tiempo] fue resultado de los *shocks* directos creados por ‘contagio puro’, que tiene muy poco que ver con vínculos de parámetros fundamentales” (Abeysinghe, 2001, pág. 237).

Otros estudios no sólo confirman la existencia de contagio puro, sino que señalan cuáles son los parámetros que abrieron la puerta al autocumplimiento de las

expectativas de los agentes privados en los países contagiados. Por ejemplo, Tornell (2001) considera que, una vez devaluado el baht, los agentes no eligieron a quién atacar de forma aleatoria, sino que atacaron a aquellas monedas susceptibles de sufrir mayores devaluaciones: las monedas de los países con sistemas financieros más débiles, con mayores apreciaciones reales y con menor liquidez en el banco central. Y ya se vio anteriormente que tanto Malasia como Indonesia se encontraban entre los países con fragilidades en el sistema bancario, apreciación real de la moneda y decreciente liquidez del banco central (a causa de las elevadas entradas de capital a corto plazo y el no proporcional crecimiento de las reservas). Por ello, puede considerarse, de acuerdo con el estudio citado, que Malasia e Indonesia fueron víctimas de contagio puro. Por otra parte, Kawai *et al.* (2001) consideran que los vínculos comerciales y de IED entre los países afectados no fueron fuente de “esparcimiento” sino de contagio puro, en la medida en que fueron “importantes”, pero no porque provocaran el deterioro de los parámetros fundamentales de los países vecinos a Tailandia, sino porque fueron “filtrados a través de las expectativas de los inversores financieros” (Kawai *et al.*, 2001, pág. 22)<sup>120</sup>.

En cualquier caso, cabe considerar que el estudio de qué fue lo que motivó los contagios puros en Malasia e Indonesia no es demasiado fértil. ¿Qué variables son las que modifican las expectativas de devaluación en segundos países tras el estallido de una crisis en un primer país? La respuesta es tan incierta como cuando se analiza qué causa el cambio de expectativas sin que haya ocurrido una crisis previamente. Así, parece casi imposible determinar si los inversores, una vez que se devaluó el baht, utilizaron para reevaluar sus expectativas datos sobre la apreciación real de las monedas de los demás países de la región, o sobre sus debilidades comerciales, o sobre su fragilidad financiera, o sobre su inestabilidad política, o sobre sus vínculos reales con Tailandia, o sobre todas o ninguna de las anteriores opciones.

Así, resumiendo y concluyendo al respecto del contagio, la velocidad con la que se transmitió la crisis de un país a otro, entre otras razones, sugiere que el contagio puro fue más relevante que el contagio por “esparcimiento”, el cual requiere de la

---

<sup>120</sup> Véase también Fratzscher (1998), quien estudia qué hizo vulnerables a sufrir un contagio puro a las economías de Asia oriental, en 1997, y a las de América Latina, en 1994.



transformación de ciertos parámetros fundamentales como consecuencia de la primera crisis. Nótese que el contagio puro es perfectamente compatible con los modelos de segunda generación. De hecho, los modelos de contagio puro son también modelos de segunda generación (con equilibrio múltiple, autocumplimiento de expectativas, parámetros fundamentales ni muy deteriorados ni muy saneados...). Así, una explicación en términos de contagio puro tiene las mismas desventajas que una explicación en términos de segunda generación. Primero, los parámetros fundamentales deteriorados no causan, sino que sólo permiten que la crisis ocurra, lo que impide la predicción de crisis financieras primeras, así como de crisis financieras por contagio puro. Segundo, es el cambio de expectativas lo que determina el momento en que se produce la crisis, pero resulta difícilísimo saber qué es lo que en último término provoca el cambio de expectativas, tanto para una crisis primera, como para una crisis por contagio puro. En cualquier caso, el contagio puro al menos explica el motor inicial del cambio de expectativas: el cambio de expectativas se da al reevaluar éste u otro parámetro económico o político (cuál es difícil de determinar); pero es el contagio puro lo que empuja a los agentes privados a realizar esa reevaluación.

Dejando de lado ya el asunto del contagio, véase ahora la evaluación de otras teorías complementarias a los modelos de segunda generación (pánico financiero, *herding* y crisis gemelas) para el caso de Asia oriental. La existencia de pánico financiero en Asia oriental no está demasiado bien documentada empíricamente, a pesar de la multitud de defensores con los que cuenta (recuérdese que buena parte de las interpretaciones de las crisis hablaban, entre otras cosas, de pánico financiero). Téngase en cuenta que resulta difícil demostrar que se ha producido un pánico financiero, dado que resulta difícil demostrar que los agentes privados han tomado sus decisiones en función de sus expectativas sobre las decisiones de los demás agentes. No obstante, algunos estudios empíricos apoyan la idea de que en Asia oriental se produjeron pánicos financieros. Véanse algunos de ellos.

Por una parte, Radelet y Sachs (1998b) muestran cómo en Asia oriental se cumplían las tres condiciones necesarias para que una retirada de crédito pueda considerarse un pánico financiero.

1. En Asia oriental los pasivos a corto plazo superaban los activos a corto plazo (ya se vio anteriormente que, efectivamente, los cocientes entre la deuda a corto plazo y las reservas eran, al menos en Tailandia e Indonesia, superiores al 100%).
2. La deuda a corto plazo había alcanzado tales niveles que resultaba poco probable (poco verosímil) la existencia de un sólo prestamista dispuesto a proveer del crédito necesario para que estas economías hicieran frente a toda esa deuda a corto plazo.
3. No existía un PUR. Esta afirmación puede ser controvertida en la medida en que parece que existían garantías gubernamentales para las instituciones financieras locales, con lo que podría considerarse que había PUR. Pero, como argumentan Radelet y Sachs (1998b), cuando las deudas son en moneda extranjera la credibilidad de la autoridad monetaria como PUR depende del nivel de reservas del banco central (insuficiente en el caso de Asia oriental). Además, si esa autoridad monetaria tiene un compromiso cambiario (como en Asia oriental) puede que no esté dispuesta a proveer del crédito necesario, con lo que, de nuevo, no puede tener credibilidad como PUR. Cabe afirmar que en el caso de Asia oriental ni siquiera el FMI tuvo credibilidad como PUR, a la vista de que los fondos que esta institución proveyó no frenaron de inmediato las retiradas de crédito.

Por otra parte, el estudio de Woo (2000) confirma la relevancia del pánico financiero en la retirada del crédito a los países de Asia oriental. En concreto, dicho estudio aborda la cuestión no desde el punto de vista de la existencia de crédito suficiente para hacer frente a la deuda a corto plazo, sino desde el punto de vista de la evolución de las primas de riesgo de los Eurobonos emitidos en Asia oriental. Se concluye, en primer lugar, que las entradas de capital a la región en 1994-96 fueron fruto de lo que ellos denominan “exhuberancia irracional”; y, en segundo lugar, que si tal tipo de comportamiento dictó las entradas de capital, bien pudo dictar igualmente las salidas. Así, parece que en Asia-3 (y demás países de la región que padecieron la crisis) se produjo un proceso de pánico financiero, tal y como la teoría indica que puede suceder y tal y como los modelos de segunda generación requieren para que las expectativas se autocumplan.

Con respecto al *herding*, hay bastantes estudios que demuestran la existencia del mismo en los mercados financieros internacionales y que ya fueron citados anteriormente (Choe *et al.*, 1998; Kim y Wei, 1999; etc.). No abundan tanto los estudios que demuestren la existencia de *herding* para el caso concreto de Asia oriental en los años de las crisis. No obstante, quizá baste con citar un estudio exhaustivo realizado por Kaminsky y Schmukler (1999) para aceptar que el comportamiento de rebaño desempeñó un papel importante en las crisis asiáticas. En dicho estudio se pretende ver si los movimientos en las bolsas de los países asiáticos respondieron a algún tipo de nueva información sobre los países en cuestión o si, por el contrario, se debieron a la sobre-reacción de los mercados (*herding*). Precizando algo más, este estudio analiza la información difundida en los 20 días de mayores movimientos en las bolsas de nueve países (Hong Kong, Indonesia, Japón, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia), para ver si dicha información justifica la magnitud y dirección de dichos movimientos. Los autores concluyen que, en ocasiones, las fluctuaciones se produjeron en días en que se difundieron noticias sobre estabilidad/inestabilidad política, sobre el estado general de la economía, sobre controles de capital, sobre política monetaria, sobre acuerdos con el FMI, o sobre *credit ratings*. Pero lo que aquí interesa subrayar es que, en otras ocasiones (34% de los casos), las fluctuaciones se produjeron en ausencia de ninguna noticia. “Nuestro principal resultado indica que algunas de las mayores fluctuaciones diarias no pueden explicarse por ninguna noticia sustancial aparente, sea económica o política, sino que parece que se debieron a instintos de rebaño del mercado mismo” (Kaminsky y Schmukler, 1999, pág. 556). Así, no parece demasiado arriesgado afirmar que, efectivamente, ciertos comportamientos de los inversores (como el *herding*) desempeñaron un papel importante en las crisis asiáticas, posibilitando así el autocumplimiento de expectativas del que hablan los modelos de segunda generación.

Finalmente, véase que las crisis asiáticas presentaron la doble vertiente propia de las crisis gemelas: una vertiente cambiaria y una bancaria. Uno puede preguntarse si en Asia-3 sobrevino primero una crisis bancaria, que acarreó una cambiaria, o viceversa. A la luz del análisis de Corbett y Vines (1999) y del análisis realizado anteriormente sobre la fragilidad macroeconómica y financiera de los países de Asia-3,

cabe opinar que el caso de Asia-3 es uno de esos en los que las crisis cambiaria y bancaria se produjeron casi simultáneamente y se reforzaron la una a la otra.

De forma muy esquemática, las crisis de Asia-3, desde la perspectiva de las crisis gemelas, pueden describirse en los siguientes términos (de acuerdo con Corbett y Vines, 1999).

1. Los países de Asia oriental presentaban vulnerabilidades en dos frentes: el cambiario y el bancario. Éstas consistían respectivamente en problemas de recalentamiento y en problemas de fragilidad financiera (toma excesiva de riesgos).
2. Las vulnerabilidades surgieron, al menos en parte, de la liberalización financiera. Ésta generó vulnerabilidad de tipo cambiario (recalentamiento) por no venir acompañada de un paquete de política macroeconómica coherente con “la trinidad imposible” de la teoría de balanza de pagos (liberalización + tipo de cambio fijo + política monetaria restrictiva). Y generó vulnerabilidad de tipo bancario (fragilidad financiera) por no venir acompañada de una eliminación de las garantías públicas y de un sistema de regulación y supervisión adecuado.
3. El término “vulnerabilidad” en la explicación de estos autores significa, como en esta tesis, la existencia de varios equilibrios posibles: “la vulnerabilidad consiste en la posibilidad de que la economía salte del equilibrio bueno al malo” (Corbett y Vines, 1999, pág. 70).
4. El salto del equilibrio bueno al malo en la vertiente cambiaria se produce por el cambio de expectativas de devaluación. Y el salto del equilibrio bueno al malo en la vertiente bancaria se produce cuando cambian las expectativas sobre la capacidad del sistema financiero de hacer frente a sus obligaciones (y sobre la capacidad de las autoridades de hacer frente a sus garantías).
5. Por tener la vulnerabilidad dos facetas, se produjeron dos tipos de crisis: cambiaria y bancaria. Por ello no se puede afirmar que una condujera a la otra o viceversa, sino que se reforzaron mutuamente, dando lugar a lo que los autores denominan colapso cambiario y bancario. Es decir, que en el caso asiático la concurrencia de los dos tipos de crisis derivó en una profundización del problema.

6. La crisis cambiaria agravó la crisis financiera por el hecho de que existía una buena cantidad de pasivos en moneda extranjera y no cubiertos: la devaluación encareció la deuda externa, reforzando la retirada del crédito al sistema financiero local. La crisis financiera agravó la crisis cambiaria por el hecho de que los problemas de las instituciones financieras podían traducirse en la insolvencia de las autoridades monetarias al tener que hacer frente éstas a las garantías institucionales.

Insístase en esto último: el hecho de que Asia oriental padeciera crisis gemelas redundó en el agravamiento y prolongación de las crisis, así como en su profundo impacto en la economía real. “La malignidad de la crisis asiática proviene de su carácter de crisis financiera gemela (...). [Esta] naturaleza de la crisis requiere respuestas de política enteramente diferentes a las convencionales” (Ohno y Yoshitomi, 1999, pág. 4). Pero cuáles fueron las causas de la gravedad de las crisis –o cómo evitar que las crisis financieras, una vez desencadenadas, tengan ulteriores consecuencias– es materia de estudio para otro trabajo.

### **c) Síntesis y conclusiones**

Recapitulando sobre lo anterior, se observa lo siguiente. Primero, Asia-3 padecía un deterioro de ciertos parámetros fundamentales comerciales y financieros, derivado en parte de las entradas de capital y de la gestión macroeconómica previa y posterior a éstas (como se analizó en el capítulo 3). En este epígrafe se ha visto que ciertos factores exógenos a este análisis favorecieron ese deterioro, pero cabe insistir en que, si así fue, se debió a la existencia de ciertas políticas económicas que lo permitieron. Así, el tipo de cambio fijo permitió que la apreciación del dólar coadyuvara en la apreciación real de las monedas nacionales; y la apertura comercial, la orientación exportadora y la especialización exportadora de Asia-3 facilitó que los *shocks* comerciales externos incidieran tan profundamente en su competitividad. Por ello, puede decirse que las políticas económicas iniciales (el paquete de reforma neoliberal) no sólo incidió en el volumen y estructura de las entradas de capital y, consiguientemente, en los parámetros fundamentales de estos países; sino que además

configuró el contexto gracias al cual los factores exógenos pudieron alimentar el deterioro de esos parámetros fundamentales.

Segundo, los modelos de primera generación no ayudan a entender crisis como las asiáticas o bien porque no incluyen las variables oportunas o bien simplemente porque consideran que las crisis son inevitables y predecibles. Y, repítase, las crisis asiáticas, de acuerdo con multitud de trabajos empíricos, no parece que fueran ni inevitables ni predecibles.

Tercero, las crisis asiáticas se entienden mejor si se las explica con las teorías escogidas en el epígrafe C del capítulo 2 (modelos de segunda generación y teorías complementarias). El recalentamiento (manifestado en una pérdida de competitividad comercial) y la fragilidad financiera hicieron a las economías de Asia-3 vulnerables a un cambio de expectativas sobre el mantenimiento del tipo de cambio fijo o sobre la capacidad del sistema financiero de hacer frente a sus obligaciones (como en los modelos de segunda generación). El cambio de expectativas se coordinó en un ataque especulativo racional pero desproporcionado (como en los modelos de pánico financiero y *herding*). La crisis de Tailandia ayuda a explicar que los agentes privados reconsideraran sus posiciones en Malasia e Indonesia (como en los modelos de contagio puro). Y la concurrencia de una crisis cambiaria y una bancaria en los países afectados se dio por la existencia simultánea de vulnerabilidades de tipo cambiario (recalentamiento) y vulnerabilidades de tipo bancario (fragilidad financiera). Una vez que estallaron los dos tipos de crisis, se reforzaron el uno al otro (como en los modelos de crisis gemelas).

**SECCIÓN III.**  
**IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA**

## **CAPÍTULO 5.**

### **TRES POLÍTICAS ECONÓMICAS ESPECIALMENTE RELEVANTES PARA LA PREVENCIÓN DE CRISIS FINANCIERAS**

En esta última parte de la tesis van a exponerse algunas importantes implicaciones del análisis realizado anteriormente. En concreto, este capítulo se dedica al estudio de diversas políticas económicas, con el ánimo de evaluar su utilidad para prevenir crisis financieras (más específicamente, para prevenir la aparición de recalentamiento y fragilidad financiera, que según este trabajo son las precondiciones para que un cambio de expectativas redunde en la consiguiente crisis). El espíritu de este capítulo no es el de mostrar exhaustivamente (con multitud de referencias teóricas o empíricas) la discusión sobre todas y cada una de las políticas nacionales necesarias para la prevención de crisis financieras, sino simplemente el de sugerir cuáles son algunas de las cuestiones más interesantes que se derivan del trabajo realizado y posibles vías de estudio futuro.

Ya se ha visto anteriormente cómo las políticas de estabilización macroeconómica (políticas fiscales, monetarias y cambiarias) y las de reforma estructural (liberalización comercial y financiera), tan ventajosas desde el punto de vista del Consenso de Washington, coadyuvaban en la atracción de capitales volátiles y denominados en moneda extranjera a las economías de Asia-3, facilitando así la aparición de recalentamiento y fragilidad del sistema financiero interno (de vulnerabilidad a padecer una crisis financiera). Asimismo, se analizó cómo las políticas de respuesta a las entradas de capital fueron incapaces de evitar ese incremento de la vulnerabilidad a sufrir una crisis, si es que no la aumentaron más todavía.

Pues bien, en este capítulo se pretende estudiar cómo podrían llevarse a cabo las políticas de estabilización y reforma estructural para que no redunden en un incremento de la probabilidad de que ocurra una crisis financiera; y si las mejores opciones para evitar crisis financieras tienen o no importantes desventajas en algún otro sentido (en términos de crecimiento, por ejemplo). Sobre todo, se analizará cómo unos y otros regímenes de tipo de cambio afectan a la probabilidad de crisis; y se estudiará cómo debe llevarse a cabo la reforma financiera para evitar el surgimiento de



problemas: en particular, se analizará el tema de los controles de capital a la entrada y de la regulación y supervisión del sistema financiero interno.

Se ha escogido tratar en detalle los citados tres asuntos (elección del tipo de cambio, controles de capital y regulación y supervisión) y no otros (política fiscal, monetaria y comercial) por diversos motivos, apuntados ya en el capítulo 1.

En primer lugar, porque son los asuntos que más controversia han generado tras el estallido de las crisis asiáticas, lo que, de por sí, justifica que se les preste especial atención en este trabajo. Que estas tres cuestiones sean tan debatidas responde, en parte, a que no hay ningún consenso al respecto de las mismas. No hay consenso sobre qué régimen cambiario evita mejor la inestabilidad financiera en unos y otros países, sobre si los controles de capital pueden ayudar a evitar crisis financieras, o sobre cómo poner en marcha un adecuado sistema de regulación y supervisión del sistema financiero interno. En cambio, sí hay cierto consenso sobre que ningún país debería presentar déficit públicos desorbitados si se quieren evitar crisis financieras como las de principios de los ochenta o las descritas en los modelos de primera generación. Asimismo, hay cierto consenso sobre que la política monetaria no debe depender de la financiación (mediante emisión de moneda) de los déficit públicos, así como sobre que no debe dar lugar a una excesiva inflación y sobre que debe generar tipos de interés reales positivos aunque moderados. Igualmente, parece consensuado que la liberalización comercial ha de ser uno de los primeros elementos en la secuencia de una reforma estructural (tras la estabilización macroeconómica), dados sus potenciales efectos beneficiosos en términos de crecimiento<sup>121</sup>.

---

<sup>121</sup> Por supuesto los consensos sobre política fiscal, monetaria y comercial que aquí se apuntan no son absolutos y las posturas de unos y otros difieren en algunos puntos. Pero cabe opinar que difieren en los matices y no en lo básico. Por ejemplo, los expertos siguen discutiendo si el déficit público ha de ser cero o si, en cambio, es mejor para el crecimiento mantener un déficit público moderado (Stiglitz, 1998), pero no se discute que no se debe mantener un déficit público tan elevado como el de algunos países de América Latina a principios de los ochenta. Igualmente, se puede discutir el nivel de inflación que se puede tolerar (Stiglitz, 1998), pero no se discute que la política monetaria no debe generar niveles de inflación como los de algunos países latinoamericanos a principios de los ochenta. Finalmente, se puede discutir y se discute si la apertura comercial ha de llevarse a cabo rápidamente o si deben mantenerse controles (en virtud de la teoría de la industria naciente, por ejemplo), pero no se discute que una economía totalmente cerrada al comercio tiene menos capacidad de crecimiento que una al menos parcialmente abierta.

En segundo lugar, porque el mantenimiento de un tipo de cambio fijo, la apertura de la cuenta de capital y el estado de la regulación y supervisión del sistema financiero interno desempeñan papeles cruciales en la argumentación teórica y empírica que se ha venido desarrollando en todo este trabajo. Véanse dos justificaciones de esta afirmación.

Por una parte, tanto la apertura de la cuenta de capital (y otros elementos de la reforma financiera) como la existencia de un tipo de cambio fijo destacan como factores *pull* del capital extranjero. La apertura de capital es clave en la atracción de capital a las economías emergentes: sin apertura de la cuenta de capital, los fondos extranjeros no pueden entrar. La elección de régimen cambiario también parece que ha sido crucial en la atracción de capital extranjero: los tipos fijos han supuesto una especie de garantía frente al riesgo de cambio, provocando así la entrada de más capital extranjero y que éste fuera volátil y en moneda extranjera. En cambio, las políticas fiscal y monetaria restrictivas y la apertura comercial atraen capital porque alimentan la confianza de los inversores en la determinación de reforma y ajuste del gobierno; pero no por alterar sustancialmente el mercado financiero nacional o la rentabilidad/riesgo de los activos nacionales. Además estas medidas fomentan la entrada no sólo de capital volátil<sup>122</sup>, denominado en moneda extranjera y no cubierto, sino también de cualquier otro tipo de capital.

Por otra parte, recuérdese que la flexibilización de la moneda, el uso de controles a la entrada y la aplicación de un sistema de regulación y supervisión destacaban –de entre las demás políticas de respuesta a las entradas de capital– como las medidas potencialmente más eficaces para evitar el recalentamiento y/o la fragilidad financiera (y curiosamente de las menos utilizadas en los países en desarrollo, en general, y en Asia-3 en particular). Como se vio en el capítulo 1, un tipo de cambio fijo fomenta que el capital entrante sea volátil, en moneda extranjera y no cubierto, aumentando, por tanto, la fragilidad financiera (de ahí que la flexibilización despunte como una posible solución). Los controles de capital, por su parte, pueden

---

<sup>122</sup> La política monetaria restrictiva sí que supone proporciones mayores de capital volátil, cuando se utiliza de forma muy pronunciada (como cuando se recurre a la esterilización), por la vía del incremento de la rentabilidad de los activos nacionales.

cortar de raíz la cadena que conduce al recalentamiento y pueden modelar la composición del capital entrante, sin necesidad de alterar su volumen, limitando así la fragilidad financiera. Finalmente, la regulación y la supervisión pueden mantener bajo control la fragilidad financiera, incluso sin modificar la cantidad de capital entrante. Por el contrario, el impacto de otras políticas sobre el recalentamiento y la fragilidad financiera es menor o viene acompañado de muy obvios efectos secundarios. Primero, la política fiscal podría controlar el recalentamiento una vez que el capital extranjero ya está entrando, pero sólo si fuera tan restrictiva que tuviera adversas consecuencias sobre la financiación de infraestructuras, el gasto social y, en último término, el crecimiento. Segundo, si la política monetaria efectivamente controla el recalentamiento es a costa de mayor fragilidad financiera (recuérdese el caso de la esterilización con operaciones de mercado abierto). Y tercero, la liberalización o no liberalización comercial tiene efectos indeterminados sobre el recalentamiento y en poco o nada altera a la fragilidad financiera.

Pásese, pues, a analizar cómo se puede manejar el régimen cambiario, los controles de capital y el sistema de regulación y supervisión financieras para limitar la probabilidad de que estalle una crisis financiera.

## **A. REGÍMENES CAMBIARIOS**

Tras la exposición de algunas consideraciones generales sobre los estudios teóricos y empíricos al respecto de la elección de régimen cambiario, se definirán brevemente los distintos regímenes cambiarios, que se han dado en clasificar de forma un tanto general: regímenes cambiarios intermedios (todo lo que no sean fijaciones irrevocables del tipo de cambio ni regímenes de tipo de cambio flotante<sup>123</sup>), anclas duras (juntas monetarias y dolarización) y flotación del tipo de cambio. Por supuesto, en la literatura especializada se pueden encontrar clasificaciones mucho más rigurosas en las que se diferencian los distintos tipos de flotación, las distintas anclas duras y, sobre todo, los muchos regímenes intermedios que pueden darse (véanse Frankel, 1999 y Edwards y Savastano, 1999). Aquí se ha preferido optar por una clasificación muy general en aras de la sencillez que cabe considerarse necesaria en un capítulo como éste. Tras las definiciones se evaluará la incidencia de unos y otros regímenes cambiarios en diversas variables relacionadas —más o menos directamente— con las crisis financieras, de acuerdo con el estudio presentado en la sección I. Dichas variables son la independencia de la política monetaria, la inflación, el tipo de cambio real y la competitividad, las entradas de capital extranjero y su composición y, por supuesto, la posibilidad de que estallen crisis cambiarias y/o bancarias por autocumplimiento de expectativas.

### **a) Consideraciones generales sobre la elección de régimen cambiario**

Las teorías tradicionales sobre cómo elegir el régimen cambiario tienen en consideración o bien las características estructurales del país, o bien la naturaleza y origen de los *shocks* a los que puede verse sometida una economía. Entre las primeras teorías se encuentra la de Mundell (1961), quien indica que debe elegirse un tipo de cambio fijo cuando se cuenta con una economía pequeña, abierta al comercio, con alto grado de movilidad laboral, una política fiscal con capacidad de ser contracíclica y una alta correlación de su ciclo de negocio con el del (los) país(es) al (los) que fija la

---

<sup>123</sup> Nótese que lo que se viene denominando en esta tesis ancla o tipo de cambio fijo o semi-fijo son regímenes cambiarios intermedios, dado que no son irrevocables.

moneda. Las segundas teorías, las que tienen en consideración la naturaleza y origen de los *shocks*, enseñan que para minimizar la desestabilización del crecimiento se debe elegir un tipo de cambio fijo si los *shocks* a los que suele verse sometida la economía en cuestión son monetarios e internos; y un tipo de cambio flexible si son externos o reales e internos. Un caso particular de este segundo grupo de teorías sería Friedman (1953), según el cual, dada la rigidez de los precios internos, el tipo de cambio nominal debe flotar para absorber los *shocks* externos.

El estallido de las crisis asiáticas ha llevado a muchos expertos a pensar que la elección del régimen de tipo de cambio debe tener en cuenta, además, las consecuencias de uno u otro régimen sobre la estabilidad financiera del país en cuestión. Adelántese aquí que la introducción de cuestiones estrictamente financieras en el estudio de la elección del régimen cambiario ha conducido a un cierto consenso entre los economistas ortodoxos, que consiste en la creencia de que sólo pueden evitarse crisis financieras si se mantienen regímenes cambiarios extremos<sup>124</sup>: la flotación del tipo de cambio o las denominadas anclas duras (fijación irrevocable del tipo de cambio, como en las juntas monetarias<sup>125</sup> o en la dolarización).

Hágase una matización más antes de comenzar a evaluar los regímenes cambiarios. Muchos estudios empíricos sobre ventajas e inconvenientes de los distintos tipos de cambio asumen como cierto que cada país tiene *de facto* el régimen cambiario que tiene *de iure* (que tiene según las tablas de regímenes cambiarios del FMI). Ya se vio el caso particular de ciertos países asiáticos que defendían la estabilidad cambiaria incluso teniendo regímenes *de iure* bastante flexibles. Según el estudio de Levy Yeyati y Sturzenegger (2000) muchos países presentan regímenes cambiarios *de facto* y *de iure* que no coinciden, con lo que los países asiáticos no son los únicos en esa situación.

---

<sup>124</sup> Según algunos autores este consenso teórico ya ha comenzado a trasladarse a la realidad: como señala UNCTAD (2001), algunas estimaciones apuntan a que en 1991 casi dos tercios de las economías emergentes tenían regímenes cambiarios intermedios, mientras que en 1999 esa proporción fue de sólo el 42%, y la proporción de países con regímenes extremos fue del 58%. Según otros, como Frankel: “la mayoría de los países siguen eligiendo algo entre fijación rígida y flotación libre” (Frankel, 1999, pág. 5).

<sup>125</sup> En el momento en que esta tesis se corrige (febrero de 2002) la crisis financiera argentina todavía está por finalizar. Es pronto, por tanto, para saber si el consenso del que aquí se habla va a sobrevivir a dicha crisis o si, por el contrario, muchos economistas reconsiderarán sus posiciones al respecto de las juntas monetarias.

Asimismo, Calvo y Reinhart (2000) indican que muchos de los países que oficialmente dejan flotar sus monedas mantienen, de hecho, regímenes cambiarios intermedios. Por ello, buena parte de los resultados de los estudios empíricos, que clasifican a los países según su régimen cambiario oficial, no pueden ser demasiado concluyentes. En cualquier caso, mientras no se hagan estudios que pongan un mayor cuidado en la calificación de los tipos de cambio de los distintos países, uno habrá de citar, como se hace a continuación, los resultados de los estudios existentes.

## **b) Distintos regímenes cambiarios: algunas ventajas y desventajas**

En primer lugar, van a presentarse algunas definiciones de los distintos regímenes cambiarios, así como un brevísimo repaso de en qué países o en qué momentos se ha utilizado cada uno de ellos. A continuación, se analizarán las distintas ventajas y desventajas de los distintos regímenes definidos. Téngase en cuenta, no obstante, algo que ya se ha dicho con anterioridad: no van a estudiarse todas y cada una de las ventajas y desventajas que cada régimen de tipo de cambio puede tener, sino aquéllas que más o menos directamente tienen relación con la posibilidad de que estalle una crisis financiera, en virtud del marco teórico dibujado en la sección I.

### **b.1) Definiciones y experiencias**

Como ya se ha dicho, en este trabajo se han clasificado los distintos regímenes cambiarios en tres amplias categorías: regímenes cambiarios intermedios (todo lo que no sean fijaciones irrevocables del tipo de cambio ni regímenes de tipo de cambio flotante), anclas duras (juntas monetarias y dolarización) y flotación del tipo de cambio. Además de definirse cada una de esas categorías, se va a repasar brevemente en qué lugares o momentos se han utilizado cada uno de los regímenes cambiarios definidos.

#### **Los regímenes cambiarios intermedios**

Desde la aparición del relativo consenso que defiende los regímenes cambiarios de esquina o extremos, todos los regímenes que se encuentran entre esos extremos se

han dado en llamar regímenes intermedios. Estos regímenes intermedios abarcan desde el tradicional tipo de cambio fijo o el ancla, que no son tan fijos como las anclas duras, hasta regímenes más flexibles, pero no tanto como el tipo de cambio flotante (tipos de cambio deslizantes, bandas de flotación...).

Aquí no se van a definir con mucha precisión cada una de esos posibles regímenes de tipo de cambio intermedios. Para una pequeña descripción de cada uno de ellos véase Frankel (1999). Baste aquí con decir que todos ellos comparten dos características: (1) la autoridad monetaria defiende la estabilidad del tipo de cambio nominal (sea de un tipo de cambio nominal fijo, de un tipo de cambio nominal ajustado por diferenciales de inflación, o de tipos de cambio nominales que no se alejen en exceso de una paridad central...); pero (2) el compromiso con esa defensa no es absoluto, en el sentido de que la autoridad monetaria puede ajustar la paridad a la vista de los costes y beneficios que la defensa del régimen cambiario le suponga.

Los regímenes cambiarios intermedios fueron utilizados extensamente en la era de Bretton Woods por países tanto industriales como en desarrollo; y han seguido siendo utilizados por algunos de estos últimos hasta entrados los años noventa (por ejemplo, Tailandia tuvo un tipo de cambio fijo que se eliminó tras la crisis), y aun hasta la actualidad por otros (i.e. países de la zona del franco CFA). En un principio, el régimen cambiario intermedio más frecuente era el tipo de cambio fijo a una sola moneda, pero en los años setenta y ochenta se hicieron más habituales los regímenes cambiarios algo más flexibles, como los tipos de cambio deslizantes o las anclas a cestas de monedas.

### **Las anclas duras: juntas monetarias y dolarización**

Una junta monetaria clásica u ortodoxa es una institución monetaria que emite moneda local en tal cantidad que siempre existe una reserva de moneda extranjera suficiente como para cambiar toda la moneda local por moneda extranjera, a un tipo de cambio fijo. En otras palabras, toda la moneda local emitida por la junta monetaria está respaldada por unas reservas en divisas de valor equivalente, dada la paridad que se ha fijado.

Una junta monetaria así definida reuniría las siguientes características.

1. El tipo de cambio nominal está fijado a una divisa (o a una cesta de divisas) y no se puede alterar ese tipo de cambio.
2. La política monetaria está restringida por ley (o incluso por la Constitución): la junta monetaria no puede utilizar la política monetaria de forma independiente, con lo que no puede actuar como PUR, ni puede extender crédito al gobierno o al sistema bancario, ni puede regular los requerimientos de reservas de los bancos comerciales, etc.
3. La junta monetaria sólo puede obtener señoreaje de los intereses de las reservas.
4. La existencia de una junta monetaria implica la existencia de un mecanismo automático de regulación de la balanza de pagos: un superávit de balanza de pagos supone un incremento de la base monetaria, lo que hace caer el tipo de interés, aumentándose así el gasto, de forma que se eliminaría el superávit inicial; y un déficit supone la reducción de la base monetaria, la subida del tipo de interés, la contracción del gasto y la consiguiente eliminación de ese déficit.

Las juntas monetarias actuales se desvían de las ortodoxas en algunos de los puntos señalados<sup>126</sup>. Por ejemplo, la junta monetaria que tenía Argentina llevaba a cabo actividades de PUR; podía tener reservas superiores al pasivo, con lo que se podían realizar operaciones de esterilización; y parte de los activos denominados en dólares que se mantenían como reservas internacionales podían ser bonos del gobierno argentino.

Con respecto a las experiencias con juntas monetarias, las primeras se dieron en las colonias británicas, tan pronto como a mediados del siglo XIX. Alcanzaron un máximo de expansión en los años cuarenta y cincuenta (a finales de los años cuarenta, unos 50 países tenían juntas monetarias) y luego fueron desapareciendo al producirse la independencia de esas colonias y al imponerse una nueva tendencia monetaria: los bancos centrales. Estas juntas monetarias establecidas en territorios coloniales eran juntas monetarias clásicas u ortodoxas. Actualmente no son muchos los países que han adoptado una junta monetaria y muchos de ellos son países (o regiones) muy

---

<sup>126</sup> Véase la conceptualización realizada por Yam (1998) al respecto de las características de las juntas monetarias modernas.



pequeños. Algunos casos son: Hong Kong (desde 1983), Argentina (1991, abandonada en 2002), Estonia (1992), Lituania (1994), Bulgaria (1997), Bermudas (1915), Brunei Darussalam (1952), las islas Caimán (1972), Djibouti (1949) o las islas Feroe (1940). Rusia, Brasil e Indonesia, por su parte, han considerado seriamente en algún momento la adopción de una junta monetaria (Fane, 2000). Algunas de estas nuevas juntas monetarias son más o menos ortodoxas (por ejemplo, las de Bermudas, las islas Caimán o las islas Feroe); mientras que las juntas monetarias de los países Bálticos o Bulgaria son más heterodoxas, así como también lo era la junta monetaria argentina.

La dolarización, por otra parte, consiste en la sustitución de la moneda local por otra moneda. Por haber sido en muchas ocasiones el dólar la moneda que ha sustituido a la moneda local se acuñó el término dolarización para hacer referencia a este régimen cambiario. Pero no se olvide que la moneda sustituta puede ser —y ha sido en ocasiones— cualquier otra moneda: el marco alemán, el yen, ahora el euro...

Los países con dolarización plena no son pocos, pero no se cuenta entre ellos ningún país de cierta relevancia económica. Algunos ejemplos son: las islas Cook (dólar neozelandés), Timor oriental (dólar), Groenlandia (corona danesa), Mónaco (euro), Kiribati (dólar australiano), Panamá (dólar), Ecuador (dólar), Guatemala (dólar), El Salvador (dólar), Puerto Rico (dólar), Tuvalu (dólar australiano), Ciudad del Vaticano (antes lira italiana, ahora euro), etc. Además, Argentina, Costa Rica y Nicaragua han considerado, en alguna ocasión, la dolarización como una posibilidad (Larraín y Velasco, 2001). Hay otros países que no han dolarizado oficialmente, pero que sí lo han hecho parcial y oficiosamente: buena parte de América Latina y el Caribe y algunas repúblicas ex-soviéticas, donde se ha sustituido —aunque no totalmente— el uso de sus monedas por el uso del dólar; algunas ex-colonias francesas en África, donde la moneda sustituta es el franco francés; Bielorusia, donde se usa el rublo ruso; etc. Además, algunos otros países han dolarizado semi-oficialmente: las Bahamas, Camboya, Haití y Laos, donde ha sido el dólar la moneda de sustitución; Bhutan, donde se usa la rupia india; Luxemburgo, donde era el franco belga la moneda sustituta; Montenegro, donde, además del dinar yugoslavo, se utilizaba el marco alemán; etc.

## **El tipo de cambio flotante**

En un régimen de flotación las autoridades monetarias dejan fluctuar el tipo de cambio nominal. En ocasiones puede que esas autoridades intervengan en el mercado de divisas; pero puede seguir considerándose que el tipo de cambio es flotante mientras tal intervención sea episódica, no planeada según una estrategia preconcebida, y determinada por factores desconocidos *a priori* tanto por el mercado como por las mismas autoridades monetarias (Williamson, 2000).

La flotación de los tipos de cambio va ganando terreno al mantenimiento de tipos de cambio fijos. El sistema monetario surgido de Bretton Woods suponía el mantenimiento de tipos de cambio fijos por parte tanto de los países industriales como de los países en desarrollo. Ya desde los años sesenta, algunos países industriales comenzaron a adoptar regímenes cambiarios más flexibles; en los años setenta, los países en desarrollo escogieron la sustitución de sus anclas a monedas únicas por regímenes intermedios con algo más de flexibilidad (anclas a cestas de monedas, tipos de cambio deslizantes, bandas de flotación...); y desde los años ochenta, y más aún desde las crisis financieras de los noventa, muchos países en desarrollo han optado por la flotación de sus monedas. Así, si en 1975 el 87% de los países en desarrollo tenían algún tipo de ancla, en 1996 la proporción era de menos del 50%. Más aún, en 1975 los países con algún tipo de ancla contribuían en un 70% al comercio de todos los países en desarrollo; y en 1996 contribuían en tan sólo un 20% —aunque no se olvide que puede ser que países que *de iure* flotan sus monedas, no lo hagan *de facto*— (Aziz y Caramazza, 1998).

### **b.2) Ventajas y desventajas de los distintos regímenes cambiarios con especial énfasis en sus efectos sobre la vulnerabilidad a sufrir una crisis financiera**

Las variables que se han escogido para ser discutidas en este apartado son variables que, de una forma u otra, tienen relación con el análisis teórico expuesto en la sección I, además de que, por supuesto, tienen relevancia económica por otros motivos no ligados a la vulnerabilidad financiera (por motivos de crecimiento y empleo, por ejemplo). Primero, la independencia de política monetaria, es decir, poder

hacer uso de la política monetaria, existiendo un tipo de cambio fijo y movilidad del capital, puede redundar en el abandono forzoso de ese tipo fijo. Segundo, el crecimiento de la inflación supone, *ceteris paribus*, un incremento del diferencial de inflación, lo que puede afectar a la competitividad del país y, así, a la credibilidad del tipo de cambio. Tercero, la apreciación real de la moneda y consiguiente pérdida de competitividad igualmente puede generar dudas sobre el compromiso gubernamental con un tipo de cambio fijo. Cuarto, las entradas de capital y su estructura están influidas por el régimen cambiario existente y, a su vez, influyen en el grado de recalentamiento y de fragilidad financiera del país en cuestión. Y quinto, la probabilidad de que se produzcan crisis cambiarias y/o bancarias por autocumplimiento de expectativas es mayor o menor en función del régimen cambiario existente.

### **La independencia de la política monetaria**

Se vio anteriormente cómo, de acuerdo con la teoría de “la trinidad imposible”, si hay un tipo de cambio fijo<sup>127</sup> y movilidad del capital no se puede tener independencia de política monetaria. Ello, sin duda, es un importante inconveniente del mantenimiento de un tipo de cambio fijo: los tipos de interés locales a corto plazo reflejan el comportamiento de los tipos de interés del país a cuya moneda se haya fijado la moneda local, con lo que no pueden manejarse esos tipos de interés locales para gestionar la demanda agregada o para realizar ajustes de balanza de pagos. Además, puede que la política monetaria que se importa del país de referencia no sea la más adecuada para el país que ha adoptado el tipo fijo. Así, por una parte, la política monetaria que resulta contracíclica para el país a cuya moneda se ancla puede resultar procíclica para el país que ha anclado su moneda: si el país que tiene el tipo fijo sufre *shocks* externos diferentes a los del país de referencia, o si estos dos países tienen un bajo nivel de integración –y, por tanto, un distinto ciclo de negocio–, la política monetaria importada resultará procíclica. Por otra parte, incluso si el ciclo de negocio de uno y otro país es similar, puede que éstos tengan diferentes preferencias de inflación, desempleo o competitividad exterior, con lo que, aunque la política

---

<sup>127</sup> Insístase: en este trabajo un tipo de cambio fijo equivale a un régimen cambiario intermedio.

monetaria importada sea contracíclica, puede no satisfacer los objetivos que el gobierno nacional perseguiría si fuera totalmente soberano (Gavin *et al.*, 1999).

Los problemas de la falta de independencia de política monetaria son extremos si el régimen cambiario adoptado es una junta monetaria o la dolarización. Los *shocks* externos afectarán al interior del país pudiendo acarrear nefastas consecuencias para el crecimiento o para el empleo, sin que al gobierno le quede la posibilidad, como la que existe con un régimen cambiario intermedio, de flexibilizar el tipo de cambio para hacer uso de la política monetaria. Así ocurrió, por ejemplo, en Argentina en 1995 y en Hong Kong en 1997. De ahí que se considere un prerrequisito indispensable para la adopción de un ancla dura que el mercado laboral del país en cuestión sea muy flexible —la flexibilidad en el mercado laboral absorbería los *shocks*—, pero la flexibilidad del mercado laboral puede ser muy costosa en términos sociales en los países en desarrollo (en los que suele haber mucho subempleo). No obstante, algunos autores explican que, en el caso de los tipos de cambio fijos pero sobre todo en el de las anclas duras, se pueden llevar a cabo las denominadas “devaluaciones simuladas” para absorber los *shocks* externos negativos, las cuales consisten básicamente en la implantación simultánea de aranceles a la importación y de subsidios a la exportación (Edwards, 2000).

Una de las supuestas y principales ventajas de los tipos de cambio flotantes es, a la vista de lo anterior, que ofrecen la posibilidad de mantener una política monetaria independiente y contracíclica: la política de tipo de interés se utilizaría para conseguir el equilibrio interno, mientras que el tipo de cambio fluctuaría para conseguir el externo; además de que se podrían perseguir metas de mayor crecimiento económico, menor desempleo...

Sin embargo, hay autores (Gavin *et al.*, 1999; Calvo y Reinhart, 2000) que señalan que la política monetaria en los países en desarrollo con tipos de cambio flotantes no es tan independiente como la teoría señala que debería ser. Hay dos motivos para ello. Primero, en ocasiones las autoridades monetarias se ven en la necesidad de utilizar la política monetaria para mantener cierta estabilidad cambiaria, dado que la existencia de un tipo de cambio flotante no aísla los precios internos de los

*shocks* externos tan bien como se le supone. Segundo, los tipos de interés se encuentran entre esos precios internos que no están aislados de los *shocks* externos, lo que asimismo afecta a la independencia de la política monetaria.

Véase primero cómo puede llegar a abandonarse la independencia de política monetaria en pro de la estabilidad cambiaria. La posibilidad de tener una política monetaria independiente y utilizada con criterios contracíclicos descansa en el aislamiento de *shocks* externos –variaciones en la relación real de intercambio, fluctuaciones de los tipos de interés extranjeros, etc.– que un tipo de cambio flotante supuestamente provee: el tipo de cambio nominal fluctúa evitando que el ajuste a los *shocks* externos se realice a través de variaciones de precios internos. Pero los tipos de cambio flotantes no siempre traen consigo ese supuesto aislamiento, debido a la posible existencia de indiciación salarial o de *pass-through* del tipo de cambio al nivel de precios.

En primer lugar, si los salarios están indiciados a la evolución de una moneda nacional, los acontecimientos externos afectan a dichos salarios y, por consiguiente, al nivel de precios interno. Además, la existencia de un tipo de cambio flotante puede acarrear el que esa indiciación salarial sea mayor que si existiera un tipo de cambio fijo. Los trabajadores, ante la existencia de un tipo de cambio errático e impredecible, exigirán o una menor duración del contrato laboral (para poder renegociar el mismo ante cambios del tipo de cambio) o alguna forma de indiciación (para denominar el contrato en una unidad más estable). “En estas condiciones, los salarios nominales tienden a reaccionar más rápidamente a *shocks* de precios bajo regímenes flexibles que bajo regímenes fijos, conduciendo a una mayor indiciación *de facto*” (Gavin *et al.*, 1999, pág. 13). En segundo lugar, que un tipo de cambio flotante no aisle la economía interior puede deberse al denominado *pass-through* desde los tipos de cambio a los precios. El *pass-through* consiste en que los movimientos del tipo de cambio nominal se reflejan enseguida en ajustes de los precios nacionales (en ajustes de la inflación), con lo que el aislamiento provisto por los tipos de cambio flexibles es nulo, o casi nulo.

Por todo ello, para que el nivel de precios interno no se vea sujeto a tantas fluctuaciones como el tipo de cambio nominal (que, además, bajo un régimen de tipo de cambio flexible son mayores y más frecuentes que bajo un tipo fijo), los países en desarrollo pueden tratar de controlar esas fluctuaciones del tipo de cambio nominal. Y lo harán precisamente mediante el manejo de los tipos de interés nacionales. Así, se estará renunciando a la independencia de la política monetaria aun teniendo un tipo de cambio flotante *de iure*. Es más, ese manejo de los tipos de interés, que se produce para evitar las fluctuaciones del tipo de cambio, tendrá carácter procíclico: por ejemplo, ante un *shock* adverso que se tradujera en una depreciación, las autoridades elevarían el tipo de interés para evitar tal depreciación, de manera que al efecto recesivo del *shock* adverso inicial se le suma el efecto recesivo de la elevación del tipo de interés.

Hay algunos estudios empíricos que apoyan la idea de que la política monetaria no es tan independiente ni tan contracíclica como se le supone bajo un tipo de cambio flotante. Gavin *et al.* (1999), que utilizan una muestra de países latinoamericanos, señalan lo siguiente: diversos países con tipos de cambio flotantes (Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela) subieron los tipos de interés para defender sus monedas tras la crisis financiera de Rusia; en los países con tipos de cambio fijo la política monetaria, si no es menos procíclica que con tipos flotantes, definitivamente no lo es más; y variaciones de los tipos de interés extranjeros no afectaron menos a los tipos de interés nacionales en los países con tipos de cambio flotantes que en los países con tipos de cambio fijos. Asimismo, Calvo y Reinhart (2000), que utilizan datos mensuales de 39 países de África, Asia, Europa y América desde enero de 1970 hasta abril de 1999, documentan la tendencia de países en desarrollo a no dejar flotar libremente sus monedas y a controlar esa flotación con el manejo de las reservas o de los tipos de interés.

Resumiendo, de acuerdo con lo expuesto, el hecho de que un tipo de cambio flotante no aísle como debiera a la economía en cuestión hace que, en ocasiones, se recurra a la política monetaria para defender una cierta estabilidad del tipo de cambio nominal. Por tanto, la política monetaria no es tan independiente ni contracíclica como se supone tendría que ser.

Pero, es más, los mismos tipos de interés tampoco están aislados por el hecho de tener un tipo de cambio flotante. Por una parte, por el denominado *peso problem* y, por la otra, por la exigencia de mayores tipos de interés por parte de los agentes que mantienen activos en moneda nacional ante la ocurrencia de *shocks* externos, como se describe a continuación.

En primer lugar, algunos países se enfrentan al denominado *peso problem* que consiste en lo siguiente: las expectativas del mercado al respecto de la evolución del tipo de cambio nominal no son simétricas, en el sentido de que siempre hay mayores expectativas de que se produzca una depreciación que una apreciación. Por ello, los inversores demandarán un tipo de interés más elevado para compensar la eventual depreciación nominal de la moneda local (Gavin *et al.*, 1999). Así, el *peso problem* es una vía por la que los tipos de interés nacionales se ven afectados por factores externos a pesar de la existencia de un tipo de cambio flotante. En segundo lugar, si se produce un *shock* externo comercial, por ejemplo de carácter negativo, la moneda nacional se deprecia en términos nominales. Los agentes que posean activos nacionales se verán afectados, no sólo por una caída de sus ingresos derivada del *shock* externo negativo, sino también por la caída del valor real de sus ahorros denominados en moneda nacional. En consecuencia, los agentes evitarán mantener activos en moneda nacional o demandarán un mayor tipo de interés para mantenerlos. Así, se puede concluir (como Gavin *et al.*, 1999) que un tipo de cambio flexible no aísla tan bien como se presupone de *shocks* comerciales porque éstos acaban por afectar a los tipos de interés.

No obstante, algunos defensores de los tipos de cambio flotantes (como Larraín y Velasco, 2001) argumentan en contra de todo esto: consideran, a la vista de diversos estudios empíricos, que no son tantos los países en desarrollo con “miedo a flotar” sino que muchos de ellos sí que tienen una política monetaria independiente, y que si es así es porque no hay tanta indiciación salarial ni *pass-through* como los defensores de los tipos de cambio fijo consideran que hay. Apoyan su argumentación, además de en diversos estudios econométricos, en el hecho de que países con tipos flotantes, como Chile, México o Singapur, han sufrido recesiones mucho menores que países con tipos fijos, como Argentina o Hong Kong, ante *shocks* comerciales externos. “En resumen: la información empírica disponible es variada, pero no sugiere que la teoría convencional

sea incorrecta: algunas estimaciones muestran que la flotación reduce la necesidad de ajustar el tipo de interés nacional en respuesta a *shocks* externos” (Larraín y Velasco, 2001, pág. 27).

En cualquier caso, como conclusión a esta discusión puede decirse que (1) un tipo de cambio flotante no provee de tanto aislamiento respecto de los *shocks* ni de tanta independencia de política monetaria como la teoría convencional sugiere; y (2) a pesar de ello, ese aislamiento y esa independencia son mayores que bajo un tipo de cambio fijo, por lo que puede “tratarse a los escépticos con cierto escepticismo” (Larraín y Velasco, 2001, pág. 23).

### **La inflación**

Un tipo de cambio fijo teóricamente conduce a menores niveles de inflación que uno flexible a través de dos vías: la disciplina y la credibilidad. Por una parte, un tipo de cambio fijo impone disciplina anti-inflacionista al gobierno que lo adopta: si dicho gobierno lleva a cabo políticas fiscales o monetarias inadecuadas, el tipo fijo acabará por abandonarse, y ello conllevaría un considerable coste político que los gobiernos tratarán de evitar. Por otra parte, un tipo fijo provee de un ancla nominal para la lucha contra la inflación, con lo que la lucha anti-inflacionista del país que adopta dicho tipo fijo resulta creíble. Así, las expectativas de inflación son menores y, por tanto, la inflación para unas mismas posiciones fiscal y monetaria también es menor. Téngase en cuenta, en cualquier caso, que el grado de credibilidad dependerá de la transparencia del régimen cambiario intermedio que se adopte. Para que, por ejemplo, la fijación a una cesta de monedas o un tipo de cambio deslizante o una banda de flotación sean creíbles es imprescindible que el mercado pueda verificar el compromiso de las autoridades monetarias con el régimen elegido. Es decir, el mercado tiene que poder verificar los pesos de las distintas monedas en la cesta o la tasa de “deslizamiento” del tipo de cambio o la amplitud de la banda... Y, como Frankel *et al.* (2000) muestran, es mucho más difícil para el mercado verificar los detalles de un régimen cambiario intermedio que verificar el funcionamiento de los regímenes cambiarios extremos.



Las anclas duras supuestamente tienen la ventaja de ofrecer aún mayor credibilidad y de imponer una aún mayor disciplina fiscal y monetaria al gobierno que las adopta: si existe un tipo de cambio irrevocable y una base monetaria totalmente respaldada por reservas en divisas, la credibilidad de la política anti-inflacionista es mayor que con un tipo de cambio fijo pero ajustable; y la disciplina es también mayor, dado el mayor coste político que tiene abandonar una junta monetaria en comparación con el que tiene abandonar un tipo fijo. Además, si el ancla dura se establece con una sola moneda (como suele ocurrir) y no con una cesta de monedas, no surgen los problemas de transparencia –y la menor credibilidad que dichos problemas implican– que ciertos regímenes cambiarios intermedios pueden acarrear. El estudio de Ghosh *et al.* (2000) confirma que los países con juntas monetarias efectivamente han ganado en credibilidad y disciplina y han logrado, así, bajos niveles de inflación. Por su parte, Edwards (2000) muestra que en Argentina la junta monetaria no supuso el control de las cuentas públicas: desde 1996 no se cumplieron los objetivos de déficit público y se acumuló deuda pública; y que en Panamá los hasta hace poco incontrolables déficit públicos hicieron necesarios numerosos programas del FMI para la supervivencia de su dolarización. Pero, asimismo, muestra que los niveles de inflación en ambos países fueron muy bajos, a pesar del comportamiento fiscal laxo.

El argumento de que un tipo de cambio fijo o un ancla dura provee de un importante instrumento para la lucha contra la inflación es particularmente aplicable a los países en desarrollo. Si no se dispusiera de tal instrumento, se tendría que adoptar un objetivo monetario o de inflación, lo cual es más adecuado para países con un mayor desarrollo institucional que el que los países en desarrollo suelen tener (Yoshitomi, 2000).

Lo que acaba de explicarse da a entender que los tipos de cambio flotantes no proveen de ningún mecanismo que haga costoso un comportamiento fiscal y monetario laxo. Pero según numerosos autores (Aziz y Caramazza, 1998; Larraín y Velasco, 2001) un tipo de cambio flotante puede proveer de tanta disciplina macroeconómica como un tipo de cambio fijo. Con un tipo fijo las autoridades pueden trasladar la inflación al futuro: un comportamiento fiscal laxo puede redundar en la reducción de las reservas o el incremento del endeudamiento externo, de manera que

la inflación no aflora hasta el momento en que el mantenimiento del tipo de cambio deja de ser sostenible. En cambio, con un tipo de cambio flexible los costes en términos de inflación de políticas macroeconómicas inadecuadas se revelan inmediatamente en los movimientos de los precios y del tipo de cambio nominal, lo que puede suponer incluso más disciplina macroeconómica que la que provee un tipo fijo. El estudio empírico de Tornell y Velasco (1998) confirmaría que un tipo de cambio flexible no tiene por qué suponer menor disciplina fiscal y monetaria y, así, mayores niveles de inflación.

Por otra parte, puede ser que la inflación no emane de políticas fiscales o monetarias expansivas, sino de la entrada de capital y el consiguiente crecimiento de las reservas y de la base monetaria (como se vio anteriormente). Pues bien, si un tipo de cambio fijo es un factor que atrae capital extranjero (como asimismo se vio que podía ocurrir), quizá un tipo de cambio flotante sea una forma de evitar la aparición de tensiones inflacionistas derivadas de la entrada de capital.

Véanse muy resumidamente las conclusiones de los estudios empíricos al respecto de qué regímenes cambiarios suponen mayor o menor inflación. Algunos estudios (Edwards, 1993; Ghosh *et al.*, 1995) concluyen que los países con tipos de cambio fijos presentan menores niveles de inflación y ésta es menos volátil que en países con tipos de cambio flotantes. Pero estos estudios analizan la experiencia hasta el año 1989. Un estudio más reciente (FMI, 1997), que abarca hasta el año 1996, observa que efectivamente la inflación media ha sido menor y menos volátil en países con tipos de cambio fijos; pero que la diferencia entre la inflación de los países con tipo fijo y la de los países con tipo flotante ha caído notablemente en los años noventa. Asimismo, si se observan casos concretos de países con tipos de cambio flotantes, como México, Chile, Israel o Colombia, se ve que se puede controlar la inflación sin necesidad de fijar el tipo de cambio (Larraín y Velasco, 2001).

### **El tipo de cambio real y la competitividad**

Para comenzar, cabe preguntarse por los efectos de unos y otros regímenes cambiarios sobre la evolución del tipo de cambio real. Con un tipo de cambio fijo

tiende a darse la apreciación en términos reales de la moneda local: “La apreciación es generalmente inevitable en programas de estabilización basados en el tipo de cambio” (UNCTAD, 2001, pág. 112). Puede ocurrir tanto por la inercia de la inflación como por que el tipo de cambio fijo suponga un factor de atracción de capital extranjero que, a su vez, presione al alza sobre la inflación. La apreciación real de la moneda conlleva, como se vio que fue el caso en Asia oriental, una pérdida de competitividad que puede redundar en un incremento de las expectativas de devaluación y, así, de la probabilidad de que se dé una crisis cambiaria.

Recuérdese que al analizar las medidas de respuesta a las entradas de capital extranjero se vio que una de ellas era la flexibilización del tipo de cambio. Ésta permitiría que la apreciación de la moneda fuera no real sino nominal, lo que resulta, en principio, menos gravoso para la economía en cuestión, además de desincentivar mayores y más desestabilizadoras entradas de capital. Entonces ¿por qué no se flexibiliza el tipo de cambio a la vista de los costes que impone el mantenimiento de un tipo de cambio fijo? La respuesta puede encontrarse en que el establecimiento de regímenes cambiarios de tipo fijo habitualmente no viene acompañado de una estrategia de salida clara (i.e. cuándo y cómo se va a alterar el ancla). Y el coste político de salir del tipo de cambio fijo cuando no se ha definido claramente cómo y por qué se va a producir esa salida es mucho mayor que si sí se hubiesen definido los términos de la misma (UNCTAD, 2001).

Otra cuestión relacionada con la competitividad es la de si resulta mejor anclar a una moneda o a una cesta de monedas. Cuando el tipo de cambio está fijado a una sola moneda (como se vio que ocurría *de facto* en Asia-3), la moneda nacional flota con respecto a las otras monedas del mercado de divisas. Si el comercio exterior está muy concentrado en el país al que se ha fijado la moneda, el hecho de que ésta flote con respecto a otras monedas no tiene por qué ser un problema. Pero no siendo así, es decir, teniendo el país en cuestión relaciones comerciales de cierta envergadura con otros países, las fluctuaciones del tipo de cambio de la moneda de referencia –y, por tanto, de la moneda nacional– con respecto a las monedas de esos otros países pueden afectar de forma negativa a la competitividad. Recuérdese, como ejemplo, cómo la apreciación del dólar desde 1995 explica, en parte, la pérdida de competitividad de los

países asiáticos, dado que éstos comerciaban, además de con EE.UU., con Europa o con Japón. Además, no sólo los tipos de cambio flotantes de los países en desarrollo pueden padecer una alta volatilidad, sino que las monedas de los principales países industriales (el dólar, el euro y el yen) también son volátiles (UNCTAD, 2001). Ello hace que las fluctuaciones de la paridad de la moneda local con respecto a las monedas con las que ésta no está anclada sean frecuentes y notables, con los consiguientes efectos adversos sobre la competitividad del país (y sobre la gestión de la deuda externa).

Una solución a este problema es fijar el tipo de cambio, no a una sola moneda, sino a una cesta de monedas en las que las monedas de los distintos socios comerciales tengan un peso proporcional al comercio de dichos socios con el país en cuestión. Un problema de esta opción es la dificultad de aplicación que presenta: ¿cómo calcular adecuadamente el peso de cada una de las monedas? ¿cómo deben cambiarse esos pesos relativos ante la ocurrencia de cambios estructurales, sin que la posibilidad de cambiar esos pesos abra la puerta a la manipulación del tipo de cambio? El problema se agudiza si la deuda externa está denominada en monedas distintas a aquéllas de los socios comerciales del país en cuestión. Al otorgar más peso relativo en la cesta a las monedas de los socios comerciales se reducen los problemas de competitividad que las fluctuaciones de esas monedas podrían causar, pero surgen problemas de naturaleza financiera.

Con una junta monetaria puede ocurrir lo mismo que con un tipo de cambio fijo: que la inercia a la inflación (o la inflación causada por cualquier otro mecanismo) redunde en la apreciación real de la moneda nacional y en el consiguiente descenso de la competitividad y, quizá, del crecimiento y el empleo. De hecho, la moneda de Hong Kong se apreció más que las de los demás países de Asia oriental durante los años anteriores a 1997 (Corsetti *et al.*, 1998); y las de otros países que igualmente tienen o tenían juntas monetarias (Argentina, Estonia, Lituania) también han padecido apreciaciones muy notables desde el establecimiento de las mismas. Por otra parte, con las juntas monetarias no es que la estrategia de salida del régimen cambiario esté mal definida, sino que no puede estar definida en absoluto: “no hay ninguna junta monetaria moderna con una estrategia de salida conocida; de hecho, dar

a conocer esa estrategia acabaría con el propósito mismo de la junta” (UNCTAD, 2001, pág. 117). Así, sin estrategia de salida posible, la flexibilización de la moneda resulta más que improbable, aún más improbable que con un tipo de cambio fijo. Finalmente, la fijación del tipo de cambio a una cesta de monedas en lugar de a una sola moneda puede que palíe los problemas de competitividad que pudieran surgir, pero resulta que las dificultades de mantener un tipo de cambio fijo con una cesta de monedas se agravan considerablemente si, en lugar de un régimen intermedio de tipo fijo, se tiene una junta monetaria: muchas de las ventajas de este tipo de ancla dura —sencillez, transparencia, observabilidad...— desaparecen si la moneda de referencia no es una sino varias (Larraín y Velasco, 2001).

Las desventajas de los tipos de cambio fijos no implican necesariamente que los tipos flotantes sean la solución. Primero, la existencia de un tipo de cambio flotante no evita la apreciación nominal de la moneda, que si bien es menos gravosa que la apreciación real también afecta negativamente a la competitividad comercial. Es más, las expectativas de apreciación de los agentes pueden autocumplirse, conllevando problemas de competitividad: si un inversor espera que se produzca una apreciación de la moneda nacional, su inversión en ese país es susceptible de aumentar; el consiguiente incremento de las entradas de capital conduce a una apreciación nominal (y puede que también real) de la moneda local; y se generan, así, los mencionados problemas de competitividad (Furman y Stiglitz, 1998).

Segundo, incluso si el tipo de cambio flotante no redundara en tipos de cambio nominales menos competitivos —en apreciaciones nominales de la moneda en cuestión—, éste no beneficia necesariamente a la competitividad del país. Recuérdese que si existe un alto grado de indiciación salarial, y/o de *pass-through* de tipos de cambio a precios, las depreciaciones nominales, en lugar de transformarse en depreciaciones reales y la consiguiente mayor competitividad, se transforman en inflación. El estudio empírico de Gavin *et al.* (1999) señala que Chile y Perú —países con tipos de cambio flexibles y no demasiada inflación— tienen un elevado grado de indiciación salarial *de facto*, mientras que Argentina y Brasil —que tienen tipos de cambio menos flexibles— fueron capaces de “desindiciar” sus salarios.

Finalmente, un tipo de cambio flexible está sujeto a más volatilidad. Y si el país que lo adopta es un país muy dependiente del comercio exterior (como suelen ser los países pequeños, en desarrollo o en transición), el impacto en las condiciones económicas internas –hasta en el crecimiento y el empleo– de los vaivenes de la competitividad, generados por las fluctuaciones del tipo de cambio, es muy notable (UNCTAD, 2001). La volatilidad de los tipos de cambio flexibles puede derivar, al menos en parte, de los movimientos transfronterizos del capital. De ahí que ciertos autores (Cooper, 1999) consideren que no sólo los tipos de cambio fijos son incompatibles con la movilidad del capital (dada una política monetaria independiente) sino que los tipos de cambio flexibles también pueden serlo, en el sentido de que conducen a inestabilidad en el comercio exterior del país que los adopta (a no ser que éste sea un país grande y con un comercio muy diversificado, lo que no es corriente entre los países en desarrollo).

### **Las entradas de capital extranjero y su estructura**

Cabe preguntarse en qué medida afecta la existencia de un régimen cambiario u otro a la cantidad y estructura de las entradas de capital. Un tipo de cambio fijo, como ya se explicó anteriormente, puede fomentar la entrada de mayor cantidad de capital extranjero, así como que éste sea volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio. En primer lugar, un tipo fijo, al reducir el riesgo de cambio (o la apariencia de que existe riesgo de cambio) hace que la prima de riesgo sea menor, con lo que los tipos de interés nacionales son mayores; y unos tipos de interés mayores atraen capital. En segundo lugar, el capital que esos mayores tipos de interés atraen es principalmente capital volátil (préstamos a corto plazo e inversión en bonos). Finalmente, un tipo de cambio fijo, al dar confianza en la estabilidad de la paridad, puede promover el endeudamiento en moneda extranjera y no cubierto convenientemente. Así, retomando las ideas de Dooley (1999) expuestas anteriormente: un tipo de cambio fijo es una forma de garantía que fomenta la toma excesiva de riesgos y los consiguientes desajustes de vencimientos y denominaciones entre los pasivos y los activos de las empresas nacionales.

El problema de un tipo de cambio flotante a este respecto es que no asegura la desaparición de los desajustes de vencimientos y denominaciones. Eichengreen y Hausmann (1999) analizan teórica y empíricamente el origen de dichos desajustes en los países en desarrollo y concluyen que el problema del riesgo moral (el tipo de cambio fijo actúa como garantía, con lo que si se retirara esa garantía desaparecerían los desajustes) no es tan explicativo como el del “pecado original” (*original sin*). Este pecado original consiste en que las monedas de los países en desarrollo carecen de credibilidad a los ojos de los agentes financieros internacionales, sea cual sea el régimen cambiario. Así, “la moneda local [de los países en desarrollo] no puede usarse para tomar prestado en el extranjero o para tomar prestado a largo plazo, ni siquiera en el interior del país” (Eichengreen y Hausmann, 1999, pág. 2), con lo que ni con un tipo de cambio flotante pueden evitarse los desajustes de vencimientos y denominaciones de activos y pasivos de las empresas nacionales.

Además, el tipo de cambio flotante tampoco asegura la adecuada cobertura del riesgo de cambio. Por una parte, porque un tipo de cambio flotante aumenta el coste de cubrir el riesgo de cambio, dada la mayor volatilidad del tipo de cambio nominal. Por otra, porque cuando un país no puede endeudarse en moneda nacional tampoco puede cubrir adecuadamente su riesgo de cambio: suponer que alguien al otro lado del mercado está dispuesto a realizar la operación complementaria a la cobertura de la moneda nacional es equivalente a suponer que el país puede tomar prestado en el extranjero en su propia moneda.

Estos autores muestran, además, que la experiencia de muchos países confirma la idea del pecado original: países en desarrollo con tipos de cambio flexibles (por ejemplo, Chile, México o Perú) no tienen una menor proporción de deuda en moneda extranjera ni más cobertura del riesgo de cambio de la misma; mientras que muchos países desarrollados toman prestado en sus respectivas monedas sea cual sea su régimen cambiario.

Una junta monetaria tampoco es la solución al problema de la entrada de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto. Cabría defender que una junta monetaria puede suponer una credibilidad tan total en la moneda nacional que el capital entrante

estaría denominado en esa moneda e incluso sería a largo plazo. Pero dada la teoría del pecado original que acaba de revisarse, o dado que rara vez un régimen cambiario de un país en desarrollo resulta total y absolutamente creíble, es más probable que la junta monetaria no evite que las entradas de capital sean en moneda extranjera y en forma de capital volátil. Más aún, si un tipo de cambio fijo supone una garantía suficiente como para que no se cubra adecuadamente el riesgo de cambio que las entradas de capital conllevan, una junta monetaria lo supondrá aún más. Así, una junta monetaria no evita necesariamente unas mayores entradas de capital, ni que éste sea volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio.

La única solución al desajuste de monedas y de plazos sería, según Eichengreen y Hausmann (1999), la dolarización. Cuando la dolarización es parcial, como con un tipo de cambio fijo (tan sólo los pasivos están dolarizados, pero no los activos), el riesgo de cambio es notable, lo que induce una considerable fragilidad financiera, y más aún si ese riesgo de cambio no está convenientemente cubierto (Calvo y Reinhart, 1999). Si, en cambio, la dolarización es total (pasivos y activos están dolarizados) desaparece ese riesgo de cambio y, por supuesto, el problema de la no cobertura del mismo, así como el desajuste de vencimientos: “Una vez que el dólar se ha adoptado para todos los pagos domésticos los desajustes de denominaciones se disuelven, ya que las fuentes de ingresos están ahora denominadas en la misma unidad que los pasivos. Los desajustes de vencimientos se atenúan porque ahora es más fácil emitir títulos a largo plazo en dólares” (Eichengreen y Hausmann, 1999, pág. 5).

Matícese aquí que, aunque con la dolarización desaparecen fuentes muy relevantes de fragilidad financiera, ésta no es una panacea. Recuérdense los inconvenientes ya mencionados (pérdida de independencia de la política monetaria, riesgos para la competitividad...) y ténganse en cuenta algunos otros, como la pérdida del señoreaje<sup>128</sup> o la inestabilidad bancaria que la ausencia de PUR puede acarrear,

---

<sup>128</sup> El señoreaje es una fuente de ingresos no despreciable para la mayoría de los gobiernos, con lo que su pérdida puede suponer un problema fiscal considerable. Los defensores de la dolarización (por ejemplo, Calvo y Reinhart, 1999) consideran que este problema puede resolverse mediante un tratado con los EE.UU., por el que el señoreaje allí obtenido fuera parcialmente entregado al país dolarizado. Tal propuesta, que técnicamente podría ser eficaz, está abocada a enfrentarse con serios obstáculos de índole política por parte de los EE.UU. (Edwards, 2000), por lo que no resulta factible en la actualidad.



como se explica más adelante (aunque la ausencia de PUR no es un problema tan grave como lo sería con desajustes de vencimientos y denominaciones).

Concluyendo: la dolarización evita el desajuste de los plazos de vencimiento y de las denominaciones entre los pasivos y los activos de las empresas nacionales, mientras que tanto con un tipo de cambio fijo o una junta monetaria como con un tipo de cambio flexible resulta probable la aparición de esos desajustes. Cuando el tipo es fijo, es el primer tipo de desajuste –el de vencimientos– el que pone en peligro la estabilidad financiera; mientras que cuando el tipo es flexible, es el desajuste de denominaciones el que resulta peligroso. Véase esto con más detalle. Por una parte, la existencia de un tipo de cambio fijo puede entrañar la necesidad de defenderlo mediante elevaciones del tipo de interés. Esta elevación hace peligroso el desajuste de vencimientos: las instituciones financieras no son capaces de hacer líquidos sus activos (que son a largo plazo) para hacer frente al incremento de los costes de su financiación. Así, el sistema financiero local se debilita, aumentando la posibilidad de que se produzca una crisis bancaria. Por la otra parte, un tipo de cambio flexible hace posible que se produzcan depreciaciones de la moneda. El desajuste de denominaciones hace costosa esa depreciación para las instituciones que presentan dicho desajuste (las instituciones que mantienen sus activos en moneda local y sus pasivos en moneda extranjera). Se verá más adelante que, por este desajuste de denominaciones y el coste que supone para las empresas locales, las depreciaciones pueden resultar en una crisis financiera.

### **Las crisis cambiarias y bancarias**

Ya se ha visto que con un tipo de cambio fijo las crisis cambiarias y bancarias son perfectamente posibles. Las crisis cambiarias lo son dado que el compromiso de las autoridades monetarias de defender el tipo de cambio no es absoluto o, en otras palabras, dada la existencia de una cláusula de escape<sup>129</sup>. Así, los inversores pueden pensar, a la vista de los costes que ese tipo de cambio fijo está imponiendo a la economía en cuestión, que la autoridad monetaria va a abandonar su determinación de

---

<sup>129</sup> Sobre cómo son las cláusulas de escape las que abren la puerta al equilibrio múltiple, véase Obstfeld (1991).

defender el régimen cambiario, para poder hacer uso de su política monetaria. Ello, como ya se explicó, puede redundar en una crisis cambiaria por autocumplimiento de las expectativas de los inversores de que el gobierno no va a mantener el tipo de cambio. Por otra parte, las crisis bancarias también son posibles en virtud del hecho de que las autoridades, a pesar de tener la función de PUR, pueden no disponer de suficientes recursos para proteger a los bancos nacionales de un *bank run*. Ello, como se explicó, puede terminar en una crisis bancaria por autocumplimiento de las expectativas de los inversores de que el sistema financiero es incapaz de hacer frente a sus obligaciones y de que el gobierno es incapaz de hacer frente a sus garantías.

¿Qué ocurre cuando la determinación del gobierno de mantener el tipo de cambio es prácticamente absoluta, cuando no hay cláusula de escape, como bajo una junta monetaria? En principio, la credibilidad del régimen cambiario del país en cuestión es muy elevada. Ello responde a tres motivos: a que el agregado monetario está totalmente respaldado por divisas, con lo que los pasivos del banco central pueden cambiarse por moneda extranjera a petición del público; al elevado coste político del abandono del régimen cambiario, que puede estar determinado incluso por ley; y al hecho de que la política monetaria está importada de un país cuya política monetaria es totalmente creíble (del país cuya moneda se tenga como reserva), con lo que no se puede crear dinero con ningún propósito a no ser que se cuente con un exceso de reservas. Por la existencia de semejante grado de credibilidad del régimen, apenas cabe la posibilidad de que se produzcan ataques especulativos contra la moneda local.

Pero la credibilidad de una junta monetaria descansa en la solidez de las instituciones del país, sobre todo de las instituciones públicas, que han de estar comprometidas con una política fiscal prudente, con la renuncia a la actividad de PUR, con el mantenimiento de un alto nivel de reservas, con la estrecha regulación y supervisión del sistema bancario... (Edwards, 2000). En otras palabras, la credibilidad de una junta monetaria no emana directamente de la adopción de la misma, sino que requiere la credibilidad del contexto institucional y político en que se produce esa adopción (que no es tan fácil de conseguir por parte de las economías en desarrollo). Así, la posibilidad de que se dé un ataque a la moneda local sigue existiendo: la voluntad política no es suficiente para convencer a los inversores de la imposibilidad

total de que se abandone el régimen cambiario. “No hay ancla, sea cual sea su dureza, que sea irreversible. (...). Entendiendo esto, los inversores probablemente demandarán una prima de riesgo de cambio que, aunque sea menor que la prima correspondiente en regímenes menos fijos, no tiene por qué ser trivial” (Larraín y Velasco, 2001, pág. 6). El *spread* entre los bonos argentinos denominados en pesos y los denominados en dólares en los últimos años así lo confirma<sup>130</sup>. Las presiones especulativas que se produjeron contra la moneda argentina y la de Hong Kong tras las crisis de México de 1994 y Asia oriental de 1997 respectivamente también confirman el hecho de que la credibilidad de una junta monetaria puede tambalearse. Bien es verdad que, a fin de cuentas, en muchas ocasiones se logró evitar el abandono del régimen cambiario; pero también lo es que se logró mediante una muy notable elevación de sus tipos de interés y la consiguiente recesión. Y, por supuesto, la prueba definitiva de que una junta monetaria puede sucumbir ante una crisis financiera es el caso argentino de 2002.

Así, las juntas monetarias reducen, aunque no eliminan, la posibilidad de que se produzcan crisis cambiarias. Cabe preguntarse ahora si pueden evitar el estallido de crisis bancarias. La adopción de una junta monetaria supone, entre otras cosas, la renuncia de las autoridades a actuar como PUR (hacerlo sería utilizar de forma independiente la política monetaria). Así, con un sistema bancario desprotegido, aumenta la posibilidad de que se produzcan pánicos bancarios: “bajo una junta monetaria o el patrón oro, el sistema bancario interno queda sin PUR, y (...) ello equivale a una invitación a que se den pánicos bancarios por autocumplimiento de expectativas” (Larraín y Velasco, 2001, pág. 30). Para evitarlo, la junta monetaria tendría que tener reservas no sólo para cubrir la base monetaria sino todos los pasivos líquidos del sistema financiero. Sólo así podría ayudar al mismo en caso de pánico sin recurrir al incremento del crédito interno. Pero resulta prácticamente imposible —y si fuera posible, sería socialmente ineficiente— que un banco central de un país en desarrollo mantenga semejante nivel de reservas.

No obstante, ya se comentó que en las juntas monetarias modernas no se dan todas y cada una de las características de una junta monetaria “pura”. Por ello, puede

---

<sup>130</sup> Para más información sobre los relativamente elevados *spreads* de los tipos de interés de países con anclas duras, véase Edwards (2000) y Larraín y Velasco (2001).

ser que la adopción de una junta monetaria no suponga la renuncia absoluta a que la autoridad monetaria actúe como PUR. De hecho, en Argentina en 1995 se redujeron los requerimientos de reservas de los bancos para evitar excesivos problemas de liquidez. En cualquier caso, si nominalmente hay una junta monetaria, los inversores esperan que no haya PUR, con lo que la posibilidad de que estallen crisis bancarias no deja de existir, al margen de que una vez que la crisis haya estallado las autoridades monetarias violen parcialmente su compromiso de no actuar como PUR.

Así, una junta monetaria reduce (aunque no elimina) la posibilidad de que se produzca una crisis cambiaria, pero no tanto la de que se produzca una crisis bancaria (basta con observar lo ocurrido en Argentina en 2001 para confirmar esta afirmación). Si en lugar de por una junta monetaria se ha optado por la dolarización de la economía, prácticamente desaparece la posibilidad de que se dé una crisis cambiaria pero, igualmente, persiste la posibilidad de que estalle una crisis bancaria, dada la ausencia de PUR.

Una forma de evitar el problema de inestabilidad financiera que acarrea la ausencia de PUR es que alguna otra institución, distinta de la autoridad monetaria, ejerza de PUR. Por ejemplo, la presencia de muchos bancos extranjeros en el país supondría que las matrices de esos bancos se convirtieran en los PUR de la economía en cuestión. Otra posibilidad es que la autoridad monetaria estadounidense —en caso de una economía dolarizada o de una junta monetaria con reservas en dólares— ejerza de PUR, lo cual es poco probable dada la resistencia política con la que esta alternativa se encontraría en los EE.UU. (Larraín y Velasco, 2001). Una tercera solución sería que la autoridad monetaria tenga autorización para ofrecer liquidez pero sólo en situaciones de crisis bancarias y que lo haga a través un fondo de estabilización o de líneas de crédito contingentes. Como ejemplos de todo esto, cabe señalar que en Panamá el problema de la no existencia de PUR parece resuelto por la enorme cantidad de bancos extranjeros en el país; y en Argentina se intentó lidiar con el problema de la ausencia de PUR mediante un elevado requerimiento de liquidez a los bancos, la negociación de líneas de crédito contingentes con consorcios de bancos internacionales y con el FMI, y el incremento de la presencia de bancos extranjeros en el panorama financiero nacional (Edwards, 2000).

¿Qué ocurre cuando existe un tipo de cambio flotante? Al igual que la posibilidad de que se dé una crisis cambiaria y la posibilidad de que se dé una crisis bancaria bajo un tipo de cambio fijo están estrechamente ligadas, también lo están la dificultad de que se dé una crisis cambiaria y la de que se dé una crisis bancaria bajo un tipo de cambio flotante, pero siempre que los pasivos no estén denominados en moneda extranjera. Imagínese que se produce una retirada del crédito al sistema bancario, por parte de agentes que tienen sus activos denominados en moneda nacional (que serán agentes nacionales en su mayoría). Por la existencia de un tipo de cambio flexible y por la existencia de PUR (de libertad para el banco central de otorgar crédito a los bancos comerciales), los bancos podrían hacer frente a esa retirada de crédito. Además, el banco central no tendría por qué defender el valor de su moneda, con lo que no estaría obligado a vender dólares a los agentes que hubieran retirado su crédito al sistema financiero y quisieran cambiar moneda nacional por dólares. El exceso de oferta de moneda nacional, que no encuentra una demanda equivalente en el banco central, supondría la depreciación de esa moneda. Si llegara a producirse dicha depreciación, los agentes nacionales –que han retirado sus fondos y no han logrado cambiarlos por moneda extranjera– sufrirían pérdidas. Para evitar esas pérdidas, los agentes nacionales prefieren no retirar el crédito, con lo que no se produce ni un *bank run* ni una crisis cambiaria, entendiendo ésta como una depreciación acusada, en un período corto de tiempo, de la moneda nacional.

No obstante, esta argumentación se ha realizado bajo el supuesto de que los agentes privados de los que se habla son agentes cuyos depósitos o préstamos están en moneda local. Si los agentes tienen sus activos en el interior del país en cuestión en dólares y a corto plazo, un tipo de cambio flexible no protege totalmente de una crisis bancaria; y, por tanto, entendiendo una crisis cambiaria como una depreciación notable en un período corto de tiempo, tampoco protege de una crisis cambiaria (Larraín y Velasco, 2001).

De hecho, si los pasivos están denominados en moneda extranjera las crisis que se producen son por autocumplimiento de expectativas, igual que con tipos de cambio fijos (Chang y Velasco, 1998a; Gavin *et al.*, 1999). Un tipo de cambio flotante permite que se produzcan depreciaciones nominales de la moneda local. Y “el miedo a

que la moneda se deprecie hasta el punto en que las compañías o el gobierno dejan de ser capaces de pagar [sus deudas] provocará una huida del capital y una depreciación masiva en anticipación de tal evento” (Gavin *et al.*, 1999, pág. 16). En otras palabras, el miedo a una posible depreciación y a la consiguiente incapacidad de pago de los prestatarios detona una crisis bancaria y cambiaria. Además, la existencia de un PUR no evita el proceso recién descrito, con lo que no evita ese autocumplimiento de las expectativas: si el mercado anticipa que la liquidez otorgada por el banco central va a transformarse en un incremento de la base monetaria, se generan expectativas de depreciación. Éstas, como ya se ha dicho, detonan un pánico bancario y la depreciación esperada.

Otro argumento a favor de que las crisis cambiarias son posibles bajo un tipo de cambio flotante es el de la información imperfecta en los mercados financieros. “En la medida en que hay participantes mal informados en el mercado de deuda de los mercados emergentes, la falta de transparencia y credibilidad de las autoridades dejará a esos países abiertos a la especulación basada en rumores e instintos de rebaño. Esto, a su vez, puede resultar fácilmente en ataques masivos contra la moneda” (Edwards, 2000, pág. 39). Este argumento ni siquiera requiere de la interrelación entre crisis cambiarias y crisis bancarias para que las primeras se produzcan. Basta con que haya asimetría de la información y comportamientos de rebaño para que se puedan dar depreciaciones notables súbitas.

La experiencia confirma que es posible que se produzcan crisis bancarias y cambiarias en países con tipos de cambio flexibles. De hecho, según Aziz y Caramazza (1998), de 116 crisis cambiarias (definidas como una depreciación de un 25% o más en un año) que se produjeron entre 1975 y 1996, cerca de la mitad ocurrieron bajo regímenes de tipo de cambio flexible. Domaç y Martínez-Peria (2000) realizan, asimismo, un estudio empírico sobre este asunto y concluyen que un tipo de cambio flotante aumenta la probabilidad de que se produzca una crisis bancaria, aunque ésta tendrá menores costes (medidos por el crecimiento económico perdido) que si se produce bajo un tipo de cambio fijo.

Concluyendo: un tipo de cambio fijo ofrece mayor posibilidad de que se produzcan tanto crisis cambiarias como crisis bancarias; una junta monetaria no elimina del todo la posibilidad de una crisis cambiaria y menos aún la de una crisis bancaria; y un tipo de cambio flexible podría evitar más que otros regímenes la ocurrencia de crisis financieras, pero sólo si los pasivos de las empresas nacionales no están denominados en moneda extranjera (véase el modelo formal, con conclusiones muy similares a éstas, de Chang y Velasco, 1998a).

### **c) Conclusiones**

Comiéncese este apartado recordando que muchos economistas ortodoxos han llegado a la conclusión, tras analizar las crisis de Asia oriental, de que son los regímenes cambiarios intermedios los que facilitan el estallido de crisis financieras. Por ello, han recomendado que los países en desarrollo escojan o bien un ancla dura o bien un tipo de cambio flotante.

Esta recomendación puede ser objeto de crítica por diversos motivos. En primer lugar, ninguno de los extremos es plenamente satisfactorio. Por una parte, los regímenes más flexibles, si bien reducen la probabilidad de crisis financiera (y esto sólo si los pasivos no están denominados en moneda extranjera), implican fluctuaciones del tipo de cambio nominal que pueden tener graves consecuencias para los países en desarrollo. Recuérdese que la independencia de política monetaria no está garantizada por el tipo de cambio flotante; que éste puede acarrear mayores dificultades para el control de la inflación; que con él no se evitan problemas de competitividad; que no reduce necesariamente los desajustes de vencimientos y denominaciones dado el problema del pecado original; y, sobre todo, que no elimina la posibilidad de que se produzcan crisis cambiarias y/o bancarias por autocumplimiento de expectativas. Por otra parte, los regímenes de ancla dura, que pueden reducir la probabilidad de que se produzcan crisis cambiarias, acarrear el problema de la falta de independencia de política monetaria y la probable inadecuación de la política monetaria importada; no eliminan automáticamente las tendencias inflacionistas de un país; pueden suponer serios problemas de competitividad dependiendo de quiénes sean sus socios comerciales; facilitan la aparición de desajustes de vencimientos y

denominaciones (no la dolarización, sólo las juntas monetarias), dado no sólo el pecado original sino también el riesgo moral; y abren la puerta a crisis bancarias por autocumplimiento de expectativas, debido a la ausencia de PUR.

La UNCTAD (2001) asimismo concluye que las soluciones unilaterales de esquina no son plenamente satisfactorias: “los ‘desalineamientos’ [(*misalignments*)] y movimientos de la moneda asociados a los regímenes de tipo de cambio flotante pueden tener serias consecuencias para los países en desarrollo con economías pequeñas y abiertas y una relativamente elevada deuda externa denominada en las monedas de reserva. Por otra parte, para la mayoría de los países en desarrollo y en transición, una política de anclaje total a una moneda de reserva y la renuncia a la autonomía de política monetaria pueden implicar considerables costes en términos de crecimiento, empleo y competitividad internacional” (UNCTAD, 2001, pág. 110).

Una segunda crítica al consenso de los regímenes cambiarios extremos es que si unos y otros países adoptan uno u otro extremo de forma unilateral y no coordinada con los demás puede ocurrir que países con estructuras de comercio exterior muy similares acaben teniendo regímenes cambiarios opuestos. Unos países flotan sus monedas y otros las anclan, con lo que se producen fluctuaciones entre las monedas de los primeros y los segundos que, sumadas a las fluctuaciones de las monedas fuertes, generan cambios demasiado frecuentes y de demasiada magnitud en la competitividad de los países en cuestión. Así “soluciones de esquina unilaterales pueden tener resultados inconsistentes para los países en desarrollo tomados en conjunto” (UNCTAD, 2001, pág. 110). Baste el caso argentino como ejemplo de todo esto: desde octubre de 1997 se depreciaron las monedas de varios países latinoamericanos, entre ellos Brasil (que tenía un tipo de cambio flotante), pero no Argentina (que tenía una junta monetaria); y, dadas las relaciones comerciales argentino-brasileñas, ello conllevó una importante pérdida de competitividad para Argentina, que terminó por padecer una importante recesión.

Una tercera crítica a los defensores de las soluciones de esquina como única forma de evitar la vulnerabilidad a padecer una crisis es que parecen no considerar otras formas de no violar la teoría de “la trinidad imposible”. Recuérdesse que ésta dice



que no se puede tener independencia de política monetaria, un tipo de cambio fijo (entendido como régimen intermedio o ancla dura) y movilidad del capital a la vez. Pues bien, un tipo de cambio flotante supone la renuncia a mantener un régimen cambiario de tipo fijo; mientras que un ancla dura supone renunciar a la independencia de política monetaria. Quedaría una tercera forma de no violar la teoría de “la trinidad imposible”, que los defensores de los regímenes cambiarios extremos implícitamente olvidan o rechazan: la renuncia a la total movilidad del capital. Así, los controles de capital serían la manera de poder seguir manteniendo regímenes cambiarios intermedios e independencia de política monetaria. Pero será algo más adelante cuando se analice el tema de los controles de capital (epígrafe B de este mismo capítulo).

Finalmente, cabe considerar que si ninguna de las soluciones unilaterales a la elección de régimen cambiario es convincente<sup>131</sup> puede que las soluciones regionales o globales lo sean más. No es éste el lugar para un análisis de las soluciones regionales o globales, dado que el trabajo se ha centrado en políticas económicas nacionales y no pretende adentrarse en el terreno de la cooperación de políticas nacionales ni en el de la constitución de instituciones multilaterales. Baste, pues, con sugerir la necesidad de superar la consideración de la elección de régimen cambiario como una elección unilateral, dado el contexto de globalización financiera en el que esos regímenes cambiarios han de operar.

En cualquier caso, a nivel global parece que no se están produciendo avances significativos en el sentido del establecimiento de un nuevo sistema monetario internacional. A nivel regional, los esfuerzos han sido algo mayores. La Unión Monetaria Europea es un ejemplo interesante de cómo mantener la estabilidad cambiaria entre socios comerciales y, a la vez, gozar de las ventajas de un tipo de cambio flotante frente al exterior de la unión. Las uniones monetarias, no obstante, suponen especiales dificultades para los países en desarrollo. Una unión monetaria de

---

<sup>131</sup> Al decir que ninguna de las soluciones unilaterales es convincente, se quiere decir que todas ellas plantean inconvenientes notables. Pero ello no significa que ninguno de los posibles regímenes cambiarios sirva para ningún país. De hecho, determinados países en determinadas ocasiones reúnen las características idóneas para aprovechar las ventajas y minimizar los inconvenientes de un régimen u otro. Pero en este trabajo no tiene cabida el estudio detallado de los prerequisites de adopción de cada uno de los regímenes cambiarios.

países en desarrollo carecería de la presencia de una moneda fuerte en su interior lo que implicaría: la posible falta de credibilidad y consiguiente inestabilidad del acuerdo; la falta de coordinación de las políticas financieras o monetarias de las distintas partes del acuerdo; y, sobre todo, la volatilidad con respecto a (y entre) las monedas del G-3 (EE.UU., UE y Japón), lo que supondría problemas comerciales –dado el peso del comercio exterior con países industriales en los países en desarrollo– y financieros –dado el peso de la deuda denominada en monedas fuertes en los países en desarrollo– (UNCTAD, 2001).

Concluyendo: aun no habiendo muy sólidos argumentos para ello, se puede considerar que los regímenes cambiarios intermedios merecen todavía ser tenidos en cuenta. Mientras los avances de coordinación regional o internacional sean tan escasos como lo son, y dados los serios peligros de las soluciones de esquina y la renuncia a la política cambiaria que éstos suponen, es necesario repensar los regímenes cambiarios intermedios. Si se conoce por qué tienen consecuencias negativas, quizá éstas puedan mantenerse bajo control.

Por ejemplo, si se es consciente de que los tipos fijos o semi-fijos pueden suponer un poderoso factor *pull* de demasiado capital extranjero, volátil y en divisas no cubiertas, quizá se pueda mantener el tipo fijo junto con medidas de control de las entradas de capital de semejantes características. Estas medidas de control podrían tener la forma de controles de capital o de regulación y supervisión del sistema financiero interno, asuntos a los que se dedican los siguientes epígrafes. Asimismo, si se sabe que los tipos de cambio fijo pueden acarrear problemas de competitividad y crecimiento en caso de que la moneda se ancle a la de un país que no sea el principal socio comercial del país que mantiene el tipo fijo, cabe plantearse la posibilidad de fijar la moneda a una cesta de monedas representativa de la estructura de comercio exterior del país en cuestión. Igualmente, siendo conscientes de que un problema de los regímenes de cambio intermedios es el riesgo de perder independencia de política monetaria, se puede optar por un tipo de cambio que siga siendo intermedio pero más próximo a la flotación que a la fijación total, como las bandas de flotación, los tipos deslizantes... En cambio, las consecuencias negativas de los regímenes de esquina son bastante más insoslayables (sobre todo por parte de los gobiernos nacionales). Por

ejemplo, no se puede, por definición, tener ninguna independencia de política monetaria si se ha optado por un ancla dura; así como no se puede evitar la inestabilidad inherente a un tipo de cambio flotante, dado que la volatilidad de los mercados financieros no depende de los gobiernos nacionales.

## **B. MANTENIMIENTO O IMPOSICIÓN DE CONTROLES DE CAPITAL**

A continuación y en primer lugar, se va a definir qué se entiende en este trabajo por controles de capital y a resumir algunas experiencias con el uso de los mismos. En segundo lugar, se enumeran y discuten diversas ventajas e inconvenientes del uso de controles de capital, prestándose especial atención a las cuestiones más debatidas en la literatura especializada, así como a aquéllas que guarden especial relación con esta tesis (las entradas de capital y su composición, el recalentamiento, la fragilidad financiera y la posibilidad de crisis por autocumplimiento de expectativas). Al final de ese segundo apartado se resumen los resultados de los trabajos empíricos sobre la eficacia de los controles de capital, dado que, como se verá, la posible ineficacia de éstos es uno de sus inconvenientes más destacables. En tercer lugar, se repasan algunas propuestas concretas de controles de capital: la tasa Tobin<sup>132</sup>, el caso chileno y un ejemplo de que existen algunas otras propuestas más recientes y menos citadas (Zee, 2000).

### **a) Definición y experiencias**

Comiencese con la definición: en este apartado el término de controles de capital se referirá a todas aquellas acciones de política económica que estén destinadas a restringir, de una forma u otra, la libre movilidad del capital hacia dentro o hacia fuera del país que los impone<sup>133</sup>.

Los controles de capital pueden ser controles a la entrada del capital y controles a la salida. En este apartado, a no ser que se advierta explícitamente, no se va a separar la discusión sobre los primeros de la discusión sobre los segundos, sino que se va a debatir sobre los inconvenientes y ventajas de la movilidad del capital (o, lo que es lo

---

<sup>132</sup> Se utiliza el término “tasa Tobin” como traducción de “*Tobin tax*” por no utilizar un término distinto al utilizado en el grueso de la literatura en castellano a este respecto. Pero es necesario recordar que la tasa Tobin, de acuerdo con las definiciones más básicas sobre fiscalidad, no es una tasa sino un impuesto (como además indica claramente el término en inglés).

<sup>133</sup> Cooper (1999) considera que el término controles de capital ha de aplicarse exclusivamente a las restricciones cuantitativas a los movimientos de capital. En este trabajo se prefiere hacer lo que hace buena parte de la literatura sobre controles, que es utilizar el término para cualesquier medidas que limiten la libre movilidad del capital, sean de carácter cuantitativo o no.

mismo, las ventajas e inconvenientes, respectivamente, de los controles, sean éstos a la entrada o a la salida). No obstante, recuérdese que lo que más interesa a esta tesis es la función de los controles a la entrada, como una forma de alterar el volumen y estructura del capital entrante; esto es, como una forma de evitar el recalentamiento, la fragilidad financiera y la consiguiente posibilidad de que se produzca una crisis por autocumplimiento de expectativas. La única posible función de los controles a la salida que está relacionada con las crisis financieras es la de evitar la salida del capital en un momento de crisis<sup>134</sup>. Y recuérdese que esta tesis no alcanza a estudiar las políticas para hacer frente a una crisis, sino sólo las que la preceden. Además, como se verá, hay cierto consenso sobre que los controles a la salida rara vez logran eficazmente el objetivo de parar una crisis que ya está en marcha (aunque puedan suavizarla, como parece que ocurrió en Malasia en 1998-99). Por todo ello, aunque la discusión de este apartado verse, fundamentalmente, sobre las bondades o maldades de la movilidad del capital al margen de que dicha movilidad sea hacia dentro o hacia fuera de un país determinado, resulta de especial interés para esta tesis la lectura de este apartado en términos, sobre todo, de las maldades y bondades de los controles de capital a la entrada.

Los controles a la entrada del capital pueden adoptar muy diversas formas. Pueden ser controles cuantitativos o algún tipo de impuesto sobre el capital extranjero: incremento de los requerimientos de reservas no remunerados sobre cualquier forma de crédito extranjero; incremento de las comisiones sobre las transacciones en moneda extranjera con el banco central; retenciones de los pagos al extranjero de intereses, dividendos, *royalties*...; retenciones a la entrada del capital; etc. (Bennett *et al.*, 1993). Más adelante se presenta un breve análisis de algunas propuestas concretas de controles. Añádase, finalmente, que algunas formas de controles de capital son también medidas de regulación y supervisión y viceversa: siempre que un control de capital adopte la forma de una limitación a la recepción de capital extranjero por parte de las instituciones financieras, se tratará también de una medida de regulación y supervisión. Y siempre que una medida de regulación y

---

<sup>134</sup> Otras funciones de los controles a la salida del capital, como por ejemplo el mantenimiento de un cierto nivel de recaudación por impuestos sobre el capital, muy poco tienen que ver con el objeto de estudio de esta tesis.

supervisión consista en la limitación de la movilidad del capital, se tratará también de un control de capital.

Con respecto a las experiencias con controles de capital, como expone Cooper (1999), ya desde la Primera Guerra Mundial los gobiernos de muy diversos países han recurrido a ellos, aunque “la práctica moderna con controles de capital se remonta a la crisis financiera internacional de 1931” (Cooper, 1999, pág. 92).

Durante varias décadas tras la Segunda Guerra Mundial tanto países en desarrollo como países industriales continuaron usando controles de capital para evitar excesivos movimientos de capitales a corto plazo; y ello era coherente con el Convenio Constitutivo del FMI. Los países desarrollados utilizaron los controles de capital hasta finales de los años setenta. Fue el caso de muchos países europeos, de Japón y de los EE.UU. (que impusieron un impuesto, entre 1963 y 1969, sobre las salidas de capital a corto plazo). Pero a partir de ese momento se fueron eliminando todas las restricciones a la movilidad del capital: Gran Bretaña en 1979; Japón en 1980; Australia y Nueva Zelanda en 1983; Holanda en 1985; Francia, Suecia y Dinamarca en 1989; Noruega, Bélgica y Luxemburgo en 1990; Finlandia y Austria en 1991; Portugal e Irlanda en 1993; Islandia en 1994... (Saxena y Wong, 1999). Los países en desarrollo se han sumado ya a la tendencia hacia el desmantelamiento de controles y liberalización de la cuenta de capital. Unos lo hicieron muy pronto (los países exportadores de petróleo de Oriente Medio, por ejemplo); otros comenzaron en los setenta (como Indonesia); otros algo más tarde (Tailandia o Malasia) y otros siguen manteniendo restricciones a los movimientos de capital.

Las experiencias con controles de capital de los países en desarrollo no se limitan, no obstante, al mantenimiento de los mismos durante el proceso de apertura financiera. En ocasiones, los controles de capital se han reimpuesto una vez que ya se había abierto la cuenta de capital. Así ocurrió en Chile entre 1991 y 1998, como se resume más adelante; y en Malasia en 1994, como se estudió anteriormente, al analizar las políticas de respuesta de Asia-3 a las entradas de capital.

## **b) Ventajas y desventajas de los controles de capital**

En este apartado, aunque se van a mencionar muy diversos efectos de las entradas de capital, el análisis va a detenerse sobre todo en aquellos efectos que tengan relación con alguno de los elementos incluidos en el marco teórico dibujado en la sección I: los elementos de la cadena de acontecimientos que vincula las entradas de capital con el recalentamiento; los distintos componentes de la fragilidad financiera; y los elementos de los modelos de crisis por autocumplimiento de expectativas.

Se va a realizar el análisis de los controles de capital distinguiendo entre ventajas y desventajas de los mismos. El problema es que, dado que los controles de capital pueden afectar a muy diversos parámetros económicos y no económicos (el crecimiento económico, la fragilidad financiera, el comercio exterior y, según algunos, hasta las libertades individuales...), ciertas características de dichos controles pueden constituir una ventaja en términos de ciertos parámetros y una desventaja en términos de ciertos otros. ¿Dónde se van a incluir, en este apartado, las características de los controles de capital que sean buenas para ciertas cosas y no tan buenas para otras? Estarán bajo el título de ventajas si dificultan de una forma u otra el estallido de una crisis financiera, de acuerdo con el marco teórico dibujado en la sección I; y bajo el título de desventajas si facilitan dicho estallido. Por ejemplo, la disminución del volumen de capital entrante podría suponer una merma de la inversión y, así, del crecimiento; pero estará bajo la etiqueta de ventajas porque implica la evitación del recalentamiento.

### **b.1) Ventajas**

Primero, van a precisarse las ventajas menos directamente relacionadas con el esquema teórico de este trabajo, pero de gran relevancia en la literatura especializada. A continuación, el análisis se centrará en las ventajas de los controles de capital como herramienta para evitar el recalentamiento y la fragilidad financiera.

## **La flexibilidad**

Una ventaja importante de los controles de capital es su flexibilidad: son fáciles y rápidos de aplicar. Es por ello que no sólo se pueden tener controles de capital cuando no se ha culminado la apertura financiera, sino que pueden reimponerse y eliminarse con relativa facilidad en función de las necesidades macroeconómicas o financieras que se presenten. También puede considerarse, no obstante, que hay obstáculos políticos a la retirada de los controles de capital, con lo que ésta podría no ser tan rápida como fuera necesario.

## **Los controles como segundo óptimo**

Una segunda ventaja de los controles de capital es que, en ciertas circunstancias, éstos conllevan una mayor eficiencia en la asignación de recursos. Según la literatura convencional, los controles de capital distorsionan el funcionamiento de los mercados, generando así una ineficiente asignación de recursos. Pero si los mercados ya están distorsionados antes de la imposición de los controles, éstos pueden incrementar la eficiencia en dichos mercados (Montiel, 1995; Dooley, 1995). En otras palabras: la distorsión que supone la introducción de los controles puede reducir los efectos negativos de otra distorsión preexistente. Este argumento se basa, claro está, en la idea del segundo óptimo: el primer óptimo sería la ausencia o eliminación de las distorsiones iniciales; pero si dicha eliminación es imposible habrá que buscar la forma de encontrar un segundo óptimo, el cual en algunos casos se alcanzará mediante la imposición de controles de capital.

Véanse ciertos casos en los que efectivamente los controles proporcionan un segundo óptimo<sup>135</sup>. En primer lugar, si hay una distorsión preexistente cuyas consecuencias negativas se agravan por la entrada de capital extranjero, los controles de capital generarán un segundo óptimo. Así ocurre, por una parte, cuando existen distorsiones al comercio que generan resultados ineficientes de por sí, pero todavía más ineficientes si suponen una atracción de capital extranjero (por ejemplo, cuando

---

<sup>135</sup> Los ejemplos que aquí se presentan han sido expuestos por Montiel (1995) y Cooper (1999). Hay algunos otros ejemplos en Dooley (1995).



un país con mano de obra barata tiene protegida sus industrias intensivas en capital, lo que no es infrecuente entre los países en desarrollo). También ocurre así, por otra parte, –y esto es de especial interés para este trabajo– cuando el sistema financiero nacional genera asignaciones poco eficientes del crédito como resultado de la existencia de garantías institucionales explícitas o implícitas; y esas asignaciones son aún menos eficientes si entra capital extranjero. La solución óptima sería eliminar todos los aranceles o eliminar todas las garantías al sistema financiero, pero ello no suele ser factible, con lo que habrá que limitar la entrada de capital mediante el uso de controles.

En segundo lugar –y esto también resulta de especial interés para este trabajo–, los controles de capital generan un segundo óptimo si el mismo acto de tomar prestado del extranjero provoca distorsiones. Ello puede ocurrir porque, por ejemplo, el coste del impago no recaiga exclusivamente sobre el prestatario; o porque las entradas de capital tengan su origen en comportamientos no basados en la disposición y uso de información adecuada (*berding*, euforias basadas en rumores...); o por cualquier otro motivo que igualmente conduzca al sobre-endeudamiento. Los controles de capital funcionarían como un impuesto sobre el endeudamiento con el exterior, gracias al cual se generaría una situación más eficiente que la existente en ausencia de controles.

Insístase en la ineficiencia de los movimientos del capital si éstos responden a ciertos comportamientos, derivados de la existencia de información asimétrica, que se producen en los mercados financieros (*berding*, pánicos y euforias...). Dooley (1995) considera que el hecho de que se produzcan esos comportamientos es el argumento más evidente y sencillo a favor de los controles de capital. O, como lo dice Cooper (1999): “la asignación del capital mejora [en ausencia de controles] *sólo* si hay información adecuada disponible y si los inversores la aprovechan al tomar sus decisiones de inversión” (Cooper, 1999, pág. 106; sin cursiva en el original).

Algunos trabajos empíricos respaldan la idea de que los controles de capital no tienen por qué resultar en una menor eficiencia en la asignación de recursos, aunque bien es cierto que los estudios que tratan de evaluar la eficiencia de los controles son

poco concluyentes: “a pesar de la atención que este tema ha recibido en los últimos años, se ha progresado poco en los procedimientos para evaluar de forma sistemática los costes y beneficios asociados a las restricciones en la cuenta de capital en situaciones concretas” (Montiel, 1999, pág. 9). En cualquier caso, es pertinente citar aquí el estudio de Bennett *et al.*, 1993 (que, como ya se señaló, analizaba los casos de Chile, Colombia, Egipto, México, España y Tailandia), en el que se considera que los controles no han supuesto una merma de la eficiencia en la asignación de recursos ya que éstos habitualmente se han aplicado cuando las entradas de capital eran temporales y no beneficiosas para el crecimiento. Por otra parte, Rodrik y Velasco (1999) hacen referencia a algunos estudios previos de ellos mismos, en los que se concluye que los países sin controles de capital no han presentado mayores niveles de crecimiento, lo que sugeriría que los controles de capital no suponen necesariamente una merma de la eficiencia.

### **Independencia monetaria y estabilidad cambiaria**

Una tercera ventaja importante del uso de controles de capital (defendida, entre otros, por Dooley, 1995) es que permiten recuperar la independencia monetaria y el mantenimiento simultáneo de un tipo de cambio fijo, con las consiguientes ventajas que ello conlleva. Recuérdese el modelo de Mundell-Fleming, que muestra la imposibilidad de aplicar una política monetaria independiente existiendo un tipo de cambio fijo y libre movilidad del capital. Esta idea, como tantas otras, ya fue adelantada por Keynes (1930), quien arguyó que la total movilidad del capital bajo un patrón oro (un tipo de cambio fijo) limita la capacidad de las autoridades monetarias nacionales de llevar a cabo políticas monetarias contracíclicas. Los controles suponen una restricción a esa movilidad del capital, lo que devuelve a las autoridades económicas el control del crédito y del tipo de cambio a la vez.

### **El control del recalentamiento y la fragilidad financiera**

Cabe pasar ya al análisis de los efectos de los controles de capital más relevantes para esta tesis. Con respecto al recalentamiento, ya se vio que los controles de capital teóricamente pueden romper el primer eslabón de la cadena de acontecimientos que

conduce a tal problema (siendo ese primer eslabón las entradas masivas de capital). Es por ello que, en caso de funcionar correctamente, los controles de capital permiten evitar la utilización de las demás políticas contra el recalentamiento que se detallaron en el epígrafe B del capítulo 1 y, por tanto, permiten evitar los costes asociados a algunas de ellas (por ejemplo, el coste cuasi-fiscal derivado de la esterilización o el coste en términos de credibilidad de la apreciación nominal de la moneda o de la contracción fiscal).

Los controles de capital, así, evitarían problemas de pérdida de competitividad: los controles limitarían el volumen de las entradas de capital, evitando la apreciación nominal –si existe un tipo de cambio flexible– o real –si el tipo de cambio es fijo– que pueden ser consecuencia de dichas entradas (Cooper, 1999). En un mundo en el que se considera que las exportaciones son un importante determinante del crecimiento, evitar las apreciaciones nominales o reales resulta indispensable. De hecho, parece que uno de los objetivos que las autoridades chilenas pretendían lograr con los controles que impusieron era precisamente el de mantener bajo control las entradas de capital y, así, la competitividad exportadora del país.

Cabe insistir en que la ventaja de que los controles de capital eviten variaciones del tipo de cambio y los consiguientes vaivenes de la competitividad no atañe sólo a los países con tipos de cambio fijos, sino también a los países con tipos de cambio flexibles. En éstos los flujos de capital tienen un reflejo inmediato en el valor nominal de la moneda, lo que puede generar (1) volatilidad del tipo de cambio (nominal y real) y las consiguientes dificultades para usar la política de comercio exterior como un instrumento para el crecimiento; y (2) pérdidas súbitas de competitividad que conlleven expectativas de depreciación y, quizá, el autocumplimiento de las mismas (como se vio en el análisis de la posibilidad de que se produzcan crisis bajo tipos de cambio flexibles).

Es necesario señalar un inconveniente importante de los controles como arma para luchar contra el recalentamiento. Para que los controles sean eficaces para evitar problemas de inflación o competitividad es necesario que reduzcan el volumen total de entradas netas de capital. Así, puede ser que para que sean eficaces haya que permitir

cierta reducción de las entradas de IED y no sólo de las de capital volátil. Con ello se perderían los beneficios que la IED puede tener en las economías en desarrollo, como la transferencia de tecnología (aunque también se evitarían los perjuicios que este tipo de capital puede traer consigo: pérdida de control de la política industrial, monopolios extranjeros, explotación de los recursos naturales...).

Para defender los controles de capital como arma contra la fragilidad financiera se puede aplicar la idea del segundo óptimo expuesta anteriormente. De hecho, ya se comentó cómo la existencia de distorsiones, como las garantías institucionales o como ciertos comportamientos de los agentes financieros internacionales (*herding*, pánicos y euforias), podían conducir a una toma excesiva de riesgos; y que los controles podían ser la forma de contrarrestar los efectos de esas distorsiones. Más en concreto, los controles de capital pueden reducir el riesgo de crédito, dado que evitan una excesiva entrada de capital; y también pueden reducir el riesgo de cambio y/o de liquidez, cuando los controles están diseñados para evitar la entrada de capital en moneda extranjera y/o volátil (Montiel, 1999; Johnston y Ötker-Robe, 1999).

Los controles de capital como instrumento para evitar la aparición de fragilidad financiera están más aceptados por la literatura especializada que los controles para evitar el recalentamiento. Es así porque no es necesario que se reduzcan las entradas totales de capital (sea éste del tipo que sea) para que se limite la incidencia de los capitales entrantes sobre la salud del sistema financiero interno, sino que basta con evitar la entrada de los capitales que más costes pueden suponer (el capital volátil y/o denominado en divisas). No obstante, también es cierto que los capitales a corto plazo no sólo acarrear costes, sino que pueden suponer algunos beneficios: los préstamos a corto plazo pueden ayudar a que los prestatarios y los prestamistas compartan el riesgo; o pueden dar a los prestamistas más control sobre las acciones de los prestatarios, reduciendo así el riesgo de impago; pueden proveer de liquidez a las empresas nacionales... (Rodrik y Velasco, 1999). Por ello, los controles de capital que limitan las entradas de capital a corto plazo no son necesariamente una panacea.

Otra crítica, quizá más consistente, que se le puede hacer a los controles de capital como forma de evitar la fragilidad financiera es que cuando no son eficaces

pueden tornarse contraproducentes. Se verá enseguida que uno de los principales problemas de los controles de capital es que pueden ser evadidos. Pues bien, la evasión de los controles puede tornarse en una mayor fragilidad financiera, dado que ésta puede hacerse mediante el desvío de los capitales hacia mercados aún peor regulados que los mercados financieros nacionales, como son los centros financieros *offshore* (Johnston y Ötcher-Robe, 1999).

Hasta aquí se ha defendido que los controles de capital (a la entrada) pueden ayudar a evitar el recalentamiento y la fragilidad financiera, que son problemas que aumentan la vulnerabilidad de un país a sufrir una crisis financiera o, en otras palabras, sitúan a un país en una zona de equilibrio múltiple. Pero, además, los controles de capital (a la salida) pueden dificultar el estallido de la crisis misma o, lo que es lo mismo, hacer que el equilibrio resultante sea el equilibrio sin crisis<sup>136</sup>. Así, Dooley (1995) explica que los controles de capital, si existe equilibrio múltiple, permiten a los gobernantes ganar tiempo para llevar a cabo las acciones necesarias para salir del equilibrio múltiple.

Ello no quiere decir, no obstante, que los controles de capital sirvan para evitar la crisis, una vez que ésta ha estallado: las pérdidas que sufren los inversores si no retiran su capital cuando la crisis ha estallado pueden ser mayores que el coste de hacer frente a los controles a la salida. Además, el mero anuncio de la puesta en marcha de un sistema de controles de capital puede aumentar la probabilidad de que se produzca una crisis financiera por la huida masiva de los fondos externos invertidos en el país (como señalan Saxena y Wong, 1999; y desarrollan en un modelo formal Dellas y Stockman, 1993). Este argumento, no obstante, sólo sirve para aquellos países que ya han liberalizado su cuenta de capital (si los controles acompañan a la liberalización no se tiene por qué dar la retirada masiva del capital extranjero).

---

<sup>136</sup> Otras ventajas que los controles a la salida tendrían, en caso de ser eficaces, son las siguientes: (1) ayudan al mantenimiento de un cierto nivel de reservas mediante la prevención de la salida de ahorro nacional y de capital extranjero (Saxena y Wong, 1999); (2) y permiten la aplicación de impuestos a las actividades financieras, a los ingresos derivados del capital o al patrimonio mismo, así como facilitan una mejor información e imposición fiscal sobre los capitales que los residentes poseen en el exterior (Saxena y Wong, 1999; Cooper, 1999).

## **b.2) Desventajas**

A continuación se presentan los inconvenientes de los controles de capital más debatidos en la literatura especializada (aunque no sean los más directamente relacionados con este trabajo).

### **Reducción de la disciplina de la política económica**

Un primer inconveniente del uso de controles sería que eliminan el efecto disciplinario sobre la política económica que se supone que tiene la libre movilidad de capital. Si hay movilidad del capital, los gobiernos pueden ser “castigados” con salidas de capital cuando llevan a cabo políticas macroeconómicas o financieras “inadecuadas” (laxitud fiscal o monetaria, tipos de cambio insostenibles, no fomento de la competencia en el sistema financiero...); y “premiados” con entradas de capital cuando la gestión es “adecuada”. Así, los gobiernos ante la existencia de movilidad del capital tenderán a comportarse “correctamente”.

Se pueden plantear una importante crítica a este argumento: ¿qué significa adecuado? ¿adecuado para quién? Es cuestionable que lo que los inversores consideran adecuado o inadecuado realmente lo sea para el país o el gobierno en cuestión. Y no sólo eso: es cuestionable también que los inversores reaccionen proporcionalmente a los cambios en los parámetros fundamentales del país o en sus políticas económicas (recuérdese de nuevo el papel de la información asimétrica en los movimientos de los capitales). Por ejemplo, puede haber un gobierno que considere adecuado, en cierta ocasión, permitir un cierto crecimiento de su déficit público (Cooper, 1999); y unos inversores que no opinen lo mismo (que consideren que tal decisión es inadecuada). Ello implicaría (1) el castigo por parte de los inversores al gobierno en cuestión, mediante menores entradas o mayores salidas de capital; y, quizá, (2) la sobre-reacción de los inversores, con lo que el castigo es mayor al que sería proporcional al déficit que se va a generar. En resumen: puede considerarse que la necesidad de ofrecer confianza a los inversores es más una condena que una ventaja. O, como dice Williamson: “(...) la movilidad del capital provee de una forma de disciplina altamente caprichosa. Las entradas de capital ofrecen o banquetes o hambrunas; no se da ese crecimiento gradual

de presión a medida que la política se deteriora que uno buscaría en un mecanismo disciplinario eficiente” (Williamson, 1999, pág. 131).

### **Desequilibrios de la balanza de pagos**

Una segunda ventaja de la movilidad del capital (o, lo que es lo mismo, un segundo inconveniente de los controles) sería que ésta puede ayudar a equilibrar la balanza de pagos ante la ocurrencia de *shocks* adversos. Como explica Cooper (1999) los movimientos de capital evitarían que se depreciara súbitamente la moneda o la necesidad de imponer restricciones al comercio internacional. Así, ante la ocurrencia de ese *shock* negativo, bastaría con elevar ligeramente los tipos de interés para atraer el capital necesario para hacer frente al *shock*.

No obstante, según algunos autores (Williamson, 1999) la movilidad del capital no desempeña bien esta función equilibradora, al menos en los países en desarrollo. Los países desarrollados, cuando se enfrentan a *shocks* negativos, sí parecen tener la capacidad de tomar prestado capital externo para mitigar el impacto de esos *shocks*, mediante el ofrecimiento a los prestamistas de rentabilidades ligeramente superiores a las habituales. En cambio, es improbable que los países en desarrollo puedan atraer capital para hacer frente a un *shock* adverso: el capital tenderá a huir, independientemente de cuán altos sean los tipos de interés en medio de la crisis. Mientras los países en desarrollo no adquieran una integración financiera suficiente y la aceptación en los mercados internacionales, “los *shocks* adversos impondrán crisis que serán más profundas, en lugar de mitigadas, por la movilidad del capital. Hasta que tengamos una razonable confianza en que esto ha cambiado [y puede llevar décadas que cambie], sería imprudente dismantelar completamente los controles a los movimientos de capital” (Williamson, 1999, pág. 135).

### **Ineficiencia en la asignación de recursos**

Una tercera gran desventaja de los controles de capital, según la literatura al respecto, es que impiden la óptima asignación de recursos financieros. Tal afirmación emana del establecimiento de una analogía entre los mercados financieros y los

mercados de bienes y servicios, esto es, de la consideración de los movimientos de capital como comercio intertemporal. Dado el cierto consenso que existe en la eficiencia que emana del libre comercio, podría considerarse que el comercio intertemporal es igualmente beneficioso en términos de eficiencia. Williamson, por ejemplo, considera que hay “enormes ganancias potenciales en el comercio intertemporal en las próximas décadas” (Williamson, 1999, pág. 131).

No obstante, hay varios argumentos en contra de la idea de que la libre movilidad del capital conduce a la eficiente asignación de recursos. En primer lugar, y como ya se ha defendido anteriormente, si hay distorsiones previas en la economía en cuestión los controles de capital no sólo no suponen una menor eficiencia, sino que pueden hacer que ésta sea mayor. En segundo lugar, la existencia de importantes asimetrías en los sistemas impositivos de los distintos países hace que los movimientos de capital respondan en ocasiones a la búsqueda de menores cargas fiscales. En palabras de Cooper: “la libre movilidad del capital es una invitación a escapar de las autoridades fiscales nacionales” (Cooper, 1999, pág. 106). Y ello no genera necesariamente asignaciones eficientes del capital mundial. En tercer lugar, como el mismo Williamson (1999) comenta, la mayoría de los beneficios en términos de eficiencia del comercio intertemporal pueden producirse sin que exista una perfecta movilidad del capital: basta con que se puedan mover los capitales más beneficiosos (en principio, los capitales a largo plazo) y no tanto los peligrosos (los volátiles).

### **Ineficacia**

Finalmente, hay que abordar la cuestión de la eficacia de los controles de capital, que es tan controvertida, o más, que la cuestión de su eficiencia. Muchos autores consideran que los controles de capital no son eficaces en el sentido de que no alcanzan sus objetivos. Es decir, que no logran evitar la pérdida de independencia monetaria, o la apreciación de la moneda, o los movimientos de capital volátil, o cualquier otro objetivo que puedan perseguir. Si los controles de capital no son eficaces la discusión previa sobre sus ventajas o desventajas es prácticamente irrelevante. Otros autores, en cambio, consideran que los controles pueden alcanzar sus objetivos, al menos algunos de ellos y al menos parcial o temporalmente.



Los argumentos en contra de la eficacia de los controles son los siguientes. En primer lugar, los controles de capital, como ya se ha visto, pueden tener como objetivo evitar la entrada de ciertos tipos de capital, que pueden considerarse perjudiciales en uno u otro sentido; y a la vez permitir el paso de otros tipos de capital, que son beneficiosos de una u otra forma. Como señalan Aziz y Caramazza (1998) o Saxena y Wong (1999), un primer problema de aplicación de los controles de capital es que no es tan sencillo como pudiera parecer distinguir los capitales “buenos” de los “malos”, con lo que al tratar de eliminar los segundos se pueden estar eliminando también los primeros: “Porque es difícil distinguir entre inversiones a corto plazo y a largo plazo y también entre inversión directa y en cartera, la imposición de controles en las entradas de capital a corto plazo podría reducir la inversión extranjera a largo plazo” (Saxena y Wong, 1999, pág. 22).

Es por ello que se puede considerar que los únicos controles de capital eficaces serían aquellos que se impusieran a todas las entradas de capital, fueran del tipo que fueran; y que asimismo supusieran una mayor carga a los capitales perjudiciales y una menor carga a los capitales beneficiosos. El ejemplo paradigmático de un control de capital con estas características sería la tasa Tobin. Y aun éstos no son necesariamente eficaces por las razones que siguen.

Un segundo motivo por el que los controles de capital podrían no ser eficaces es que quizá no sean siquiera factibles. Hay ciertos controles de capital que, para ser eficaces, requieren que los principales centros financieros del mundo los imponga. Y ello evidentemente no es muy factible, dada la dificultad que supone la coordinación internacional y el desarrollo de estrategias cooperativas entre los diferentes países (Agüera y García-Arias, 2000). De nuevo la tasa Tobin es un ejemplo claro de control de capital que para ser eficaz exige la coordinación de las autoridades fiscales de, al menos, los países más relevantes en términos económicos.

Un tercer motivo (y quizá el más importante motivo) de la ineficacia de los controles de capital, según la literatura al respecto, es que pueden ser evadidos. La evasión se realiza, por ejemplo, disfrazando las transacciones de capital de aquellas transacciones que se vean menos afectadas por los controles (i.e. disfrazando los

movimientos de capital de crédito comercial) o mediante el uso de instrumentos financieros derivados (Garber, 1998). La evasión con derivados puede llevarse a cabo, por ejemplo, mediante la utilización de *swaps*. Supóngase que en Tailandia se implantan controles de capital con la finalidad de evitar la entrada de capital extranjero en cartera. Si un agente estadounidense compra a un agente tailandés un *swap* sobre una acción tailandesa en un mercado financiero *offshore*, cuando se ejecute el *swap* el agente estadounidense habrá adquirido la acción tailandesa sin someterse al control de capital.

La eficacia de los controles de capital en el logro de sus objetivos es una cuestión empírica y no teórica, por lo que se han de resumir los resultados de los principales estudios empíricos sobre el tema. El análisis se va a centrar aquí en los resultados sobre si los controles de capital suponen una menor movilidad del capital (con lo que disminuiría el volumen y quizá la estructura del capital entrante). Si los controles de capital alcanzan el objetivo de disminuir la movilidad del capital podrán tener todas las ventajas expuestas anteriormente, como la mayor independencia de política monetaria, por ejemplo, o como la evitación del recalentamiento y/o la fragilidad financiera (lo que es de especial interés en este trabajo).

Como suele ocurrir con los estudios empíricos sobre casi cualquier cuestión económica, los resultados entre unos y otros difieren considerablemente según se utilice una metodología u otra, se estudien unos casos u otros, etc., lo que dificulta la extracción de conclusiones generales. Adviértase, en cualquier caso, antes de hacer el repaso de los estudios existentes, que muchos de ellos son estudios de casos concretos, con lo que sus resultados no tienen por qué ser generalizables; y muchos otros no incorporan variables muy relevantes en sus modelos econométricos, como la intensidad de los controles existentes<sup>137</sup>.

Comiéntese con algunos estudios que concluyen que los controles de capital no son eficaces en la disminución de la movilidad del capital: Haque y Montiel (1990) evalúan el grado de movilidad del capital en numerosos países en desarrollo y

---

<sup>137</sup> Véase Edwards (1999b) para una revisión crítica de la literatura empírica sobre la eficacia de los controles.

concluyen que ésta es elevada en buena parte de ellos, a pesar de la presencia de controles de capital, lo que indicaría que éstos no son del todo eficaces. Asimismo, Edwards y Khan (1985) derivan de la evaluación de los diferenciales de tipos de interés que los controles no son eficaces. También Calvo y Reinhart (1995) concluyen que los controles no son eficaces, a la vista de que la influencia de los tipos de interés extranjeros en los flujos de capital a una serie de países latinoamericanos fue igual en períodos con diferentes grados de control del capital entrante. Finalmente, Johnston y Ryan (1994) consideran que los controles de capital de los países en desarrollo no son capaces de aislar la cuenta de capital privada de sus balanzas de pagos (concluyen, además, que los controles no logran aislar su política monetaria y pueden inducir a la fuga de capitales).

Otros tantos estudios arrojan la conclusión de que los controles de capital sí limitan la movilidad del capital hacia y desde las economías que los imponen. Es el caso de Dooley (1995), quien observa que los controles pueden ser eficaces en el sentido de que permiten mantener cierta autonomía monetaria, mediante la reducción de la movilidad del capital; aunque no son tan eficaces en términos de bienestar (pero en los efectos sobre el crecimiento y el bienestar de los controles de capital este trabajo no pretende entrar). Grilli y Milesi-Ferretti (1995), por otra parte, muestran que los controles de capital no son evadidos sin coste alguno, lo que probaría que son eficaces, al menos parcialmente. Otros estudios, que observan directamente experiencias concretas con controles de capital, coinciden en que éstos pueden ser eficaces. Por ejemplo Lee (1996), cuyo estudio analiza los casos de Chile, Colombia, Indonesia, Tailandia, Corea y España, considera que ciertas formas indirectas de control del capital fueron eficaces, al menos durante dos períodos. Sin embargo, en España y Chile, pese a la eficacia inicial de los controles (defendida, como se ha señalado, por Lee, 1996, pero también por Bennett *et al.*, 1993), dichos controles tuvieron que reforzarse varias veces durante el año siguiente a su imposición, lo que pone de manifiesto que la evasión pudo acabar por mermar su eficacia. La eficacia de los controles en Corea a principios de los años noventa también es defendida por Montiel (1999), quien argumenta que el hecho de que se produjeran sustanciosas entradas de capital tras la retirada de los controles indica que éstos estaban funcionando. También parece que funcionaron en Malasia (Montiel, 1999), a la vista de que las entradas de

capital disminuyeron temporalmente tras la imposición de los controles (aunque bien es cierto que a la vez se había reducido el recurso a la esterilización y se habían ajustado los tipos de cambio nominales).

Finalmente, hay algunos otros estudios que analizan el impacto de los controles sobre la estructura de vencimientos del capital entrante. Así, Johnston y Ryan (1994) consideran que los controles de capital no sólo no han ayudado a proteger de los movimientos de capital a corto plazo, sino que pueden haber inhibido los movimientos de capital a largo plazo. Por el contrario, algunos otros autores concluyen que los controles de capital, aunque no son eficaces para reducir la cantidad total de capital recibido, sí lo son para generar un alargamiento de los plazos del mismo. Por ejemplo, Montiel y Reinhart (2001) señalan, a la vista del análisis econométrico que realizan, que una imposición o intensificación de los controles de capital apenas tiene el efecto deseado sobre el volumen de fondos recibidos, pero sí sobre la estructura de dichos fondos: los controles de capital reducen la proporción de flujos a corto plazo y de IC. Por su parte, Ariyoshi *et al.* (2000) coinciden con el estudio anterior al señalar que en diversos casos concretos, como los de Chile (1991-98), Colombia (1993-98) o Malasia (1994), los controles de capital efectivamente lograron aumentar la proporción de flujos a largo plazo, pero sin reducir la entrada total de capital. Lo que resulta de especial interés para este trabajo es que si la eficacia de los controles de capital está limitada a la alteración de la estructura de los flujos, de nada sirven para evitar el recalentamiento de la economía, pero sí para evitar la fragilidad financiera.

No se ha pretendido exponer aquí una relación exhaustiva de los estudios empíricos sobre cada país y sus respectivas conclusiones<sup>138</sup>, por lo que baste con esto para mostrar que la eficacia de los controles de capital es posible (y no sólo en teoría), aunque probablemente esté limitada al corto plazo (Reinhart y Reinhart, 1998) y/o a alterar la estructura del capital entrante en lugar de su cantidad (Montiel y Reinhart, 2001). Así, los controles a la entrada pueden ayudar a reducir el recalentamiento y/o la fragilidad financiera, al menos temporalmente. Y, como se ha visto, esto significa que

---

<sup>138</sup> Para obtener una relación más completa véase Montiel (1999).

pueden reducir la probabilidad de que estalle una crisis. Añádase además que, a diferencia de los controles a la entrada, los controles a la salida suelen ser, según buena parte de los estudios al respecto (i.e. Edwards, 1999b), ineficaces. Ello atañe a este trabajo en la medida en que muestra que más vale evitar desde el origen los problemas que derivan en una crisis financiera, porque ésta no podrá evitarse con controles de capital a la salida. Como explica Dooley (1995), una vez que aparecen expectativas de que se va a abandonar el tipo de cambio los controles a la salida no pueden hacer nada en contra de los ataques especulativos<sup>139</sup>.

Para concluir cabe señalar que, obviamente, la eficacia de los controles dependerá de numerosas variables –del tipo de control impuesto, de los sistemas de control de la evasión, de las estructuras del comercio y del sistema financiero interno... (Montiel 1995 y 1999)–, con lo que si las autoridades en cuestión diseñan los controles atendiendo a todas esas variables, puede que se logre cierta eficacia de los mismos. No es disparatado opinar que si la ingeniería financiera es capaz de producir sofisticadísimos instrumentos derivados, también sería capaz de diseñar sistemas de imposición a la entrada del capital que no fueran fáciles de evadir con esos derivados. Curiosamente los que más vehementemente niegan la eficacia de los controles de capital suelen ser los agentes a los que los controles afectarían (Rodrik y Velasco, 1999). No es mucho suponer que si saben que se pueden evadir los controles es porque saben cómo hacerlo; y si saben cómo hacerlo, quizá alguien pueda saber cómo evitarlo.

### **c) Algunas propuestas de controles de capital**

A la vista de todo lo anterior parece que hay ventajas teóricas y sostén empírico suficientes para considerar que puede ser beneficioso el uso de controles de capital como parte del proceso de reforma financiera y/o como medida temporal ante la entrada masiva de capital extranjero, para evitar problemas de recalentamiento y fragilidad financiera. La cuestión es, ahora, qué forma exacta deben tomar esos controles. Las propuestas que existen son diversas y todas presentan pros y contras.

---

<sup>139</sup> Es así porque, como se comentó antes, las ganancias de capital que se obtienen al adelantar un cambio en la paridad de la moneda son mucho mayores, en cualquier caso, que los diferenciales de rentabilidad generados por los controles de capital.

### **c.1) La tasa Tobin**

Una de las propuestas concretas de controles de capital más conocidas, quizá por la defensa que hacen de ella ciertas ONG e incluso algunos gobernantes europeos, es la tasa Tobin (Tobin, 1978). Consiste en un impuesto con un tipo bajo (algunos autores proponen un tipo de 0,1%-0,25%, otros incluso menor) sobre las transacciones que se lleven a cabo en el mercado de divisas.

Como bien señalan Agüera y García-Arias (2000), no hay una sola tasa Tobin dado que el propio autor la ha ido modificando en sucesivos trabajos. Es más, la tasa Tobin (o las diversas versiones de la tasa Tobin) no es la única forma que puede adoptar un impuesto sobre las transacciones financieras en divisas. En cualquier caso, la tasa Tobin y los demás impuestos sobre las transacciones financieras en divisas coinciden más o menos en sus objetivos, que serían los siguientes.

El primero sería la reducción de los movimientos especulativos en los mercados financieros internacionales. La idea es que la tasa Tobin permite que la carga fiscal soportada se incremente de forma inversamente proporcional al período de vencimiento de la transacción, siendo dicha carga muy elevada para las transacciones a muy corto plazo e insignificante para las transacciones a largo (a más de un año). Al reducirse los movimientos de capital especulativo, se lograría limitar la volatilidad de los tipos de cambio y así, la posibilidad del estallido de crisis cambiarias. En contra de la tasa Tobin como instrumento para prevenir crisis financieras se puede argumentar que cuando las expectativas de depreciación o devaluación son considerables, un impuesto a las transacciones en divisas con una tasa impositiva tan baja puede no evitar la crisis. Si bien ello es cierto, también lo es que la tasa Tobin al menos puede “enfriar (...) la fase del ciclo auge/depresión y, a lo sumo, introducir algún coste adicional en la fase depresiva” (Agüera y García-Arias, 2000, pág. 28). Otra posible crítica a la tasa Tobin como forma de reducir la especulación en los mercados financieros internacionales es la que hace De Grauwe (2000): la tasa afecta no sólo a los movimientos a corto de carácter especulativo, sino también a los movimientos a corto usados para cobertura de otras operaciones. Ello podría redundar en profundas

modificaciones de la estructura del mercado cambiario que, a su vez, culminaran en una mayor volatilidad en los mercados financieros.

Un segundo objetivo de los impuestos sobre las transacciones financieras en divisas sería el mantenimiento de la independencia de política monetaria. Según Agüera y García-Arias (2000) el margen de maniobra que este tipo de impuestos facilita es pequeño. No obstante, defienden la tasa Tobin como forma de incrementar el volumen de reservas con que cuentan los bancos centrales (como consecuencia de la reducción del volumen de transacciones en los mercados de divisas); y como instrumento para lograr una secuencia adecuada del proceso de liberalización financiera. Por su parte, De Grauwe (2000) señala que este impuesto permite cierta independencia de política monetaria en el manejo de los tipos de interés a corto plazo, pero no de los tipos de interés a largo plazo, que al fin y al cabo son los más relevantes para la inversión.

El tercer objetivo perseguido por los impuestos del tipo de la tasa Tobin es la obtención de fondos públicos. Según De Grauwe (2000), las estimaciones sobre la recaudación potencial de este impuesto son exageradas: la tasa Tobin podría traer consigo tales reducciones del volumen de transacciones en el mercado cambiario que la recaudación no sería en absoluto tan elevada como lo sería si se gravara el volumen de transacciones que se produce en ausencia del impuesto. También la evasión o elusión del impuesto podría minar notablemente la recaudación obtenida con el mismo. Una segunda cuestión que plantea la recaudación del impuesto es a qué debe destinarse (véase una discusión sobre las ventajas de unos usos y otros en Agüera y García-Arias, 2000).

Las críticas a un impuesto de esta naturaleza son muchas (y muchas de ellas coinciden con las críticas generales a los controles de capital): su posible ineficacia (derivada, en parte, de la existencia de paraísos fiscales o de la evasión del impuesto mediante el uso de derivados), las dificultades técnicas de su implantación, la merma de la eficiencia del mercado de divisas, etc. (Bustelo, 2000a).

Algunos de estos inconvenientes quizá podrían superarse con voluntad política (Agüera y García-Arias, 2000). Así, en opinión de sus partidarios, las dificultades técnicas de la aplicación de un impuesto como la tasa Tobin no tienen por qué ser mayores que las que supuso la imposición del IVA; con lo que, con voluntad política suficiente, quizá se podrían superar dichas dificultades técnicas. Por otra parte, la ineficacia de la tasa Tobin deriva, en buena medida, de que para que este impuesto sea eficaz ha de ser utilizado, al menos, en los ocho o diez centros financieros más importantes (donde se realizan el 90% de las transacciones totales del mercado mundial de divisas). De nuevo es la falta de voluntad política lo que impediría que el impuesto se aplicase de forma generalizada y, por tanto, fuera eficaz (sin embargo, aunque la voluntad política pueda dar lugar a la coordinación de muchos países en la imposición de la tasa Tobin, poco parece poder hacer para la erradicación de los paraísos fiscales). Finalmente, un impuesto de este tipo no tiene por qué ser más ineficiente que cualquier otro impuesto; además, puede considerarse que es una medida respetuosa con el mercado en el sentido en que pretende compensar distorsiones previas que estaban mermando la eficiencia de ese mercado. La falta de voluntad política para compensar los funcionamientos ineficientes de los mercados es lo que, a fin de cuentas, hace que no se utilice esta medida.

## **c.2) El caso chileno**

El “encaje” chileno es, sin duda, otra de las propuestas de controles más reseñables. La particularidad de la misma es que, a diferencia de las otras que se resumen en este apartado, ya ha sido puesta en marcha. En 1991 Chile impuso unos requerimientos de reservas no remuneradas (RRNR) sobre las entradas de capital, que se habrían de depositar en el banco central. Los RRNR funcionan como un impuesto implícito equivalente a los intereses que podrían haberse obtenido del capital que se ha retenido en forma de reservas.

En principio, el requerimiento era del 20% y afectaba a las entradas de capital en forma de préstamos a instituciones bancarias y no bancarias, excepto el crédito comercial. El período de duración del depósito era igual al vencimiento del préstamo, con un mínimo de tres meses y un máximo de un año. En julio de 1992 se elevó al



30%, y la duración del depósito se estableció en un año, independientemente de la duración de la inversión. Además, su cobertura se amplió para gravar también al crédito comercial y a los préstamos relacionados con IED. En 1995 el impuesto se extendió a las acciones chilenas negociadas en la bolsa de Nueva York y a la emisión internacional de bonos. En junio de 1998, por miedo a que los capitales huyeran del país como efecto del contagio de las crisis asiáticas, los RRNR fueron reducidos hasta el 10% y hasta el 0% en septiembre de ese mismo año.

Los estudios empíricos sobre la eficacia de los controles chilenos presentan resultados contradictorios, puede que por problemas de datos o metodológicos. Edwards (1999a y b) señala que los RRNR tenían cuatro objetivos y evalúa, a la luz de sus propias investigaciones y de las de otros especialistas, la eficacia de los mismos al respecto de cada uno de esos objetivos<sup>140</sup>.

1. El primero de ellos era limitar el volumen de capital entrante y aumentar la proporción de capital a largo plazo sobre el total. Los estudios apuntan a que los controles chilenos efectivamente fueron eficaces en alargar los vencimientos del capital entrante, pero sin lograr que el volumen total de entradas de capital dejara de crecer.
2. El segundo de ellos era evitar la apreciación real de la moneda. Pero los controles no lograron alcanzar este objetivo.
3. El tercero: mantener la independencia de la política monetaria, para lo que los controles fueron algo más útiles pero no demasiado. La ineficacia (o no demasiada eficacia) de los RRNR con respecto a estos dos últimos objetivos puede explicarse por el hecho de que el volumen total de capital entrante no se viera reducido por la imposición de los mismos.
4. El cuarto objetivo era la reducción de la inestabilidad financiera, en concreto, la evitación del contagio en casos de turbulencias financieras internacionales. Los estudios citados concluyen que los controles no salvaron a Chile del contagio de las crisis asiáticas, a la vista de la evolución de sus tipos de interés a corto plazo.

---

<sup>140</sup> Yoshitomi (2000) presenta una revisión de la literatura empírica sobre el caso chileno y alcanza conclusiones similares a las de Edwards (1999a y b). Véase también Edwards *et al.* (2000) sobre estas mismas cuestiones.

Una importante desventaja de este tipo de control de capital es que para llevarse a cabo es necesario definir qué tipos de capital están sujetos al mismo, lo que abre las puertas a la evasión. Es decir, la propuesta chilena es uno de esos casos en los que los diseñadores del control de capital se enfrentan a la dificultad de discriminar entre unos capitales y otros, entre los capitales “buenos” y los “malos”. Y para evadir el impuesto basta con que los agentes interesados en obtener capital extranjero “disfracen” los capitales gravados de capitales no gravados. Y así fue: los prestatarios fueron evadiendo el impuesto alegando usos del capital entrante distintos de los reales (por ejemplo, la IC que fuera a durar un corto plazo se etiquetaba como crédito comercial o como préstamos para apoyar un proyecto de IED). De ahí que los tipos de capital afectados por los RRNR –los tipos de capital tratados como peligrosos por las autoridades chilenas– tuvieran que ser cada vez más numerosos.

Resumiendo con respecto a Chile cabe decir algo muy similar a lo que se concluyó de los estudios empíricos más generales: los controles de capital chilenos supusieron una ayuda para evitar la fragilidad financiera que se derivaría de las entradas de capital, en la medida en que redujeron la proporción de capitales a corto plazo en el total de capital entrante. En cambio, no pudieron ser de tanta utilidad para evitar el recalentamiento, dado que no supusieron la limitación de las entradas totales de capital. Finalmente, los RRNR tampoco parece que sirvieran para evitar una cierta inestabilidad financiera ante *shocks* externos (ante, por ejemplo, la ocurrencia de crisis financieras en otras economías emergentes).

### **c.3) Otras propuestas**

Existen otras propuestas, mucho menos conocidas que las dos anteriores, pero que resultan interesantes en la medida en que muestran que es posible realizar esfuerzos para diseñar controles que venzan los posibles inconvenientes que este tipo de medida puede tener. Sirva de ejemplo el caso de Zee (2000), quien ha diseñado un control de capital que consiste, expresado muy brevemente, en un impuesto sobre todas las entradas de capital privado, en la forma de retención tributaria que se realiza en el momento en que dichas entradas se producen. El autor defiende que su impuesto sea sobre las entradas y no sobre las salidas de capital porque los controles a la salida

tratan los síntomas de la inestabilidad financiera más que sus causas, y siempre es más eficaz tratar las causas que los síntomas. Las ventajas de esta propuesta son las siguientes.

En primer lugar, aunque el impuesto recaiga sobre todas las entradas de capital, el grueso de la carga recaerá sobre la toma de préstamos extranjeros por parte de los residentes. Ello es posible gracias a su diseño que, por ejemplo, permite devolver lo retenido a los que demuestren que la entrada de capital se ha debido a exportaciones; y asimismo permite evitar la doble imposición de los intereses o dividendos –o cualquier otra forma de ingresos derivados del capital sujetos al impuesto sobre la renta– obtenidos en el exterior. En otras palabras, este tipo de impuesto evita el problema al que se enfrentaron en Chile: el de tener que discriminar entre distintos tipos de capital a la hora de imponer el impuesto; y ello sin que ciertos tipos de capital (los que responden a transacciones reales) se vean muy afectados por dicho impuesto.

En segundo lugar, es un impuesto factible en el sentido de que no necesita de la coordinación internacional para su puesta en marcha, a diferencia de la tasa Tobin. Además, evitaría la evasión de impuestos sobre los dividendos o intereses u otras formas de ingresos derivados del capital que se posee en el exterior del país. Esto se lograría gracias al hecho de que para que el dinero retenido por la entrada de esos ingresos por capital se le devolviera a su dueño, éste tendría que declarar dichos ingresos en el impuesto sobre la renta.

#### **d) Conclusiones**

Como conclusión cabe, quizá, decir unas palabras a favor de los controles de capital, aunque por supuesto con conciencia de las desventajas de los mismos. Desde un punto de vista teórico, los controles de capital (a la entrada) presentan numerosas ventajas, entre las que en esta tesis se debe destacar su utilidad como instrumento para limitar el volumen de las entradas de capital y/o la proporción de entradas de capital a corto plazo y denominado en moneda extranjera. Con ello, los controles de capital serían útiles para limitar el recalentamiento y la fragilidad financiera que, en este trabajo, abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas de devaluación o de

impago de los agentes privados (en otras palabras, a la crisis). Es más, los controles (a la salida) serían útiles para permanecer en el equilibrio “bueno” en caso de haber equilibrio múltiple, aunque también es cierto que, si se desatan expectativas de que el equilibrio correcto es el equilibrio “malo”, los controles no podrían evitar los ataques especulativos.

Otro argumento en defensa de los controles es que existen poderosos contra-argumentos frente a sus supuestos inconvenientes. Así, como se ha visto anteriormente, los controles no presentan tantas desventajas en términos de estabilización de la balanza de pagos ante la ocurrencia de *shocks* adversos, o en términos de disciplina de las políticas macroeconómicas, o en términos de eficiencia.

Para que las ventajas de la movilidad del capital fueran tantas como advierten los detractores de los controles de capital se tienen que dar determinadas circunstancias que no suelen darse. En concreto, tendría que existir un marco de política económica extremadamente sólido: políticas monetarias y fiscales coherentes con la elección de régimen cambiario; un sistema fiscal que, además, no fuera demasiado diferente del sistema fiscal del resto del mundo (para evitar la movilidad del capital por razones fiscales); un sistema financiero interno fuerte, incluyendo una regulación y supervisión adecuadas; un banco central fuerte y autónomo; transparencia de las variables macro y financieras del país; una cuenta comercial abierta... Seguro que a otros autores se les ocurren otros prerequisites para añadir a esta lista. En cualquier caso, lo que resulta evidente es que contiene demasiados elementos y que éstos son demasiado ambiciosos. Resumiendo: “(...) la liberalización de los movimientos de capital parece ser una buena idea – si las condiciones son las adecuadas. Pero las condiciones adecuadas son extremadamente exigentes” (Cooper, 1999, pág. 124).

Pero es más –y aquí se vuelve al argumento de Dooley (1995) que decía que el comportamiento de los agentes financieros internacionales justifica el uso de controles–, incluso cuando las circunstancias nacionales son las mejores posibles, ciertos comportamientos en los mercados financieros internacionales (*herding*, euforias y pánicos...) pueden impedir que emerjan las supuestas ventajas de la movilidad del

capital. De hecho, pueden dar lugar a resultados no sólo ineficientes sino también extremadamente gravosos para los países en desarrollo. En concreto, sin controles de capital, se pueden dar procesos como el descrito en esta tesis: unos buenos parámetros fundamentales y una adecuada política económica pueden atraer más capital del que sería proporcional a la buena situación económica y política; esas excesivas entradas de capital dificultarían la gestión macroeconómica y financiera hasta el punto en que los parámetros fundamentales o las políticas económicas no serían tan buenos; y el empeoramiento de los parámetros fundamentales o de las políticas económicas podría provocar salidas del capital mayores a las que serían proporcionales a ese empeoramiento.

Por supuesto, aquí no se defienden los controles de capital sólo en virtud de estos argumentos teóricos, sino también porque cabe considerar que, al menos parcial y temporalmente, son eficaces (sobre todo los controles de capital a la entrada). Se ha visto que es una cuestión empírica controvertida, pero también que parece que sí hay cierto consenso sobre que los controles de capital en ocasiones han logrado modificar la estructura de vencimientos del capital entrante. Así, si bien puede que no sean tan útiles como sería necesario para evitar el recalentamiento, sí lo serían para reducir la fragilidad financiera. Además, repítase aquí que quizá los controles de capital no han sido eficaces hasta ahora porque no se haya investigado lo suficiente sobre cómo diseñarlos para que lo sean. No hay muchos motivos para pensar que es imposible diseñar un sistema de controles que evite la evasión mejor que los que han existido hasta la fecha.

### **C. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNO**

La regulación y supervisión del sistema financiero interno es considerada por muchos como el instrumento más eficaz en la prevención de crisis financieras. Se considera que la regulación y supervisión pueden evitar que las instituciones financieras incurran en los riesgos descritos en el capítulo 2 (riesgo de crédito, de cambio y de liquidez) o en otros riesgos financieros. Y si las instituciones financieras no incurren en esos riesgos, difícilmente serán susceptibles de padecer una retirada masiva de capitales. Dicho de otro modo: hay autores ortodoxos que consideran que “aderezando” el Consenso de Washington con un buen sistema de regulación y supervisión se obtendrían los beneficios en términos de crecimiento y desarrollo de los demás elementos del Consenso, sin que dichos elementos redundaran en un mayor riesgo de padecer una crisis financiera.

Cabe hacer algunas reflexiones al respecto de esas ideas. En primer lugar, la regulación y supervisión, aunque efectivamente redujera al mínimo la posibilidad de una crisis bancaria, no eliminaría el riesgo de recalentamiento y, así, de una crisis cambiaria generada por problemas de competitividad. En segundo lugar, por éste y otros motivos (los inconvenientes de la regulación y supervisión que se explican a continuación), cabe considerar que la tendencia de muchos economistas ortodoxos a pensar que un buen sistema de regulación y supervisión basta para evitar crisis financieras no es del todo acertada. Es por ello que resulta necesario entender la regulación y supervisión como parte de una estrategia más amplia para la prevención de crisis financieras, en la que habrá que contemplar la elección de régimen cambiario y el uso de controles de capital en determinados momentos, de forma que unos y otros elementos de la estrategia se complementen eficazmente.

En este apartado, para comenzar, se trata de definir qué se entiende en este trabajo por regulación y supervisión financieras; y se resumen algunas experiencias con sistemas de regulación y supervisión. A continuación, se presenta una posible clasificación y descripción de las numerosas propuestas que existen en materia de regulación y supervisión. Y finalmente se concluye al respecto.

## **a) Intento de definición y algunas experiencias**

La regulación y supervisión a la que en este apartado se hace referencia es la regulación y supervisión que es parte de la reforma financiera; esto es, la regulación y la supervisión que tienen como objeto evitar la aparición de fragilidad financiera en un contexto de liberalización financiera (desregulación del sistema financiero interno y apertura financiera). Así, esta regulación (a veces llamada regulación prudencial) no es la regulación que solía existir antes de las reformas financieras de los países en desarrollo y que pretendía controlar la economía (que se puede denominar regulación económica). En otras palabras, la regulación que aquí se discute es la que se produce o tiene que producirse al re-regular el sistema financiero tras la desregulación de éste.

En cualquier caso: ¿qué se entiende en la literatura al respecto por regulación y supervisión?, ¿qué tipo de medidas incluyen?, ¿cuáles son sus objetivos?... Los especialistas ofrecen un sinnúmero de respuestas a estas preguntas. Hay autores que cuando hablan de regulación se refieren a la imposición de ciertas normas a las instituciones financieras (Garber, 1996); mientras que otros conciben la regulación y supervisión como un sistema compuesto por numerosísimas medidas de diversa naturaleza y las interacciones entre las mismas (Llewellyn, 2000). En este apartado van a presentarse propuestas de regulación y supervisión en su sentido más amplio, con el ánimo de ofrecer una imagen de hasta dónde abarca la literatura encargada de estos temas. Pero se va a prestar especial atención a aquellas medidas que puedan limitar, de forma más o menos directa, la asunción excesiva de riesgos por parte de las instituciones financieras nacionales, sobre todo cuando esos riesgos tienen que ver con la intermediación de capital extranjero. Si efectivamente se lograra la limitación de la asunción de riesgos relacionados con la entrada de capital extranjero, se estaría reduciendo la fragilidad financiera y, así, la probabilidad de que se produzca una crisis financiera por autocumplimiento de expectativas.

La experiencia de los países en desarrollo en materia de regulación prudencial y supervisión ha sido muy escasa hasta bien entrados los años ochenta. Los motivos han sido, por una parte, que la política gubernamental hasta ese momento tendía a la regulación económica (control de los tipos de interés, asignación sectorial del

crédito...) en aras de alcanzar objetivos económicos, sociales y/o políticos; y, por otra parte, que muchos países en desarrollo habían heredado sistemas regulatorios de la era colonial, en los que los agentes locales habían desempeñado un papel menor y la iniciativa de regulación y supervisión había correspondido a los colonizadores. Desde los años ochenta, como consecuencia de las crisis financieras que han ido ocurriendo, así como de las presiones de ciertos organismos internacionales (como el Banco Mundial), los países en desarrollo se han esforzado en diseñar y aplicar sistemas de regulación y supervisión (Brownbridge y Kirkpatrick, 2000).

El conjunto de normas que más rápidamente se ha extendido por los países industriales y en desarrollo es el que ha ido desarrollando el BPI desde finales de los años ochenta. Su versión más reciente descansa en tres pilares: (1) una serie de normas detalladas de regulación bancaria (requerimientos mínimos de capital sobre activos con riesgo, restricciones en las carteras de activos incluyendo restricciones en la exposición por préstamos, requerimientos de auditoría, etc.); (2) un sistema de supervisión, llevada a cabo por una agencia pública, mediante visitas de los supervisores a los bancos y mediante la emisión de informes por parte de los bancos para los supervisores; y (3) una serie de medidas para que el mercado imponga disciplina a las instituciones financieras. Otras experiencias frecuentemente citadas en la literatura especializada (por ejemplo, en Mishkin, 2001) son los sistemas de regulación recientemente aplicados en algunos países desarrollados (EE.UU. o Nueva Zelanda) o en países en desarrollo (Argentina).

## **b) Las propuestas de regulación y supervisión**

En primer lugar, el análisis se centra en las medidas que se pueden denominar de regulación y supervisión externas. Con dicho término este trabajo se refiere a las normas de regulación y procedimientos de supervisión diseñados y aplicados por organismos públicos y destinados a evitar la aparición de fragilidad financiera en las instituciones financieras nacionales. En segundo lugar, se estudian algunos complementos del sistema de regulación y supervisión externas, que son muy necesarios para que éste sea eficaz. Dichos complementos no son diseñados y/o



aplicados por organismos públicos (de ahí que no formen parte de la regulación y la supervisión externas) pero sí pueden estar fomentados por ellos.

### **b.1) La regulación y la supervisión externas**

En primer lugar, van a repasarse las principales propuestas de regulación y supervisión externas que pueden encontrarse en la literatura al respecto; así como los principales inconvenientes que cada una de ellas puede plantear<sup>141</sup>. A continuación se describirán las dificultades, de carácter más general, con que los gobiernos pueden encontrarse al tratar de poner en marcha un sistema de regulación y supervisión externas.

#### **Algunas normas y sus posibles inconvenientes**

Comiencese con la exigencia más conocida del paquete de medidas propuesto por el BPI: el grado de adecuación del capital, por el que se requiere a las instituciones financieras locales que su capital suponga, al menos, un 8% de los activos ajustados por el riesgo. Este ajuste en función del riesgo se haría atendiendo a las probabilidades de impago observadas en los países industriales. La supuesta ventaja de que los bancos mantengan una cierta cantidad de capital con respecto a los activos es que incentiva a los propietarios de esos bancos a no asumir demasiados riesgos, dado que éstos querrán proteger sus fondos (Caprio, 1996). Así, ésta sería una medida que ayudaría a prevenir la escalada de diversos riesgos financieros: del riesgo de crédito, del de cambio y del de liquidez; y, por tanto, limitaría la aparición de fragilidad financiera que puede estar asociada a las entradas de capital.

Como ya se ha comentado, muchos países en desarrollo ya han adoptado estos requerimientos de capital diseñados por el BPI. Diversos autores (por ejemplo,

---

<sup>141</sup> Son muchas las posibles normas de regulación y supervisión externas. No se pretende aquí recogerlas todas, sino tan sólo algunas de las más debatidas en la literatura especializada. Entre las que quedan sin abordar, cabe destacar la imposición de límites a los tipos de interés de los depósitos bancarios (lo que reduciría la cantidad de depósitos y, así, el riesgo de liquidez de las instituciones financieras); y las restricciones a la entrada en el mercado financiero (lo que supondría un incremento del “valor de franquicia” de las instituciones financieras y, por tanto, menores incentivos a la asunción de riesgos).

Brownbridge y Kirkpatrick, 2000) consideran, en primer lugar, que estos requerimientos deben ser mayores para los países en desarrollo que para los países desarrollados. Ello se debe a que los riesgos que las instituciones financieras asumen en los países en desarrollo suelen ser mayores a los que se asumen en los países desarrollados, y a que el contexto económico es menos estable y las infraestructuras financieras menos sólidas en los primeros que en los segundos. Así, por ejemplo, Singapur y Argentina han adoptado ratios del 12% y del 11,5% respectivamente. En segundo lugar, defienden que el ajuste del cálculo de los activos en función de su riesgo debería realizarse de forma más exigente en los países en desarrollo que en los desarrollados.

En cualquier caso, la imposición de los requerimientos de capital, sea cual sea el ratio escogido y sea cual sea el método de ponderación del riesgo de los activos, no es una panacea. Algunas razones para ello son las siguientes.

1. No evitan la necesidad de aplicar otras normas como, por ejemplo, normas sobre provisiones. De hecho, si las normas sobre provisiones para impagos fueran más exigentes, no sería imprescindible que la institución financiera contara con una importante proporción de capital sobre activos (Caprio, 1996). Es más, los requerimientos de capital, a diferencia de unas buenas provisiones para impagos, no protegen de las pérdidas que puede conllevar la ocurrencia de esos impagos.
2. El capital de las instituciones financieras de los países en desarrollo no protege necesariamente de la toma excesiva de riesgos: si unos gestores están dispuestos a asumir mucho riesgo, lo harán, agotando el capital de la empresa en poco tiempo, aunque éste suponga una razonable proporción de los activos (Caprio, 1996).
3. El ratio de capital de las instituciones financieras es difícil de medir; pero aunque pudiera medirse correctamente, tal medición ofrece la imagen del balance de la empresa en un momento determinado, pero no indica nada sobre los muchos movimientos –quizá arriesgados– de capital y activos que se han realizado o se van a realizar entre una observación y otra de ese ratio de capital. Por ello, sería conveniente que los reguladores y supervisores diseñaran y aplicaran formas adicionales de evaluación de la gestión del riesgo asumido por las instituciones financieras (Mishkin, 2001).

4. Como muchas medidas de regulación, los requerimientos de capital pueden ser evadidos gracias a la movilidad del capital en los mercados financieros internacionales (Caprio, 1996).
5. Según Garber (1996), el coste que supone para las instituciones financieras el mantenimiento de elevados ratios de capital puede empujar a dichas instituciones a buscar una mayor rentabilidad en sus inversiones, lo que les conduciría a incurrir en un mayor riesgo (dado que a mayor rentabilidad le corresponde mayor riesgo).
6. La clasificación de los activos en función de su riesgo que propone el BPI, y a partir de la cual se hace la ponderación del capital requerido, contiene demasiado pocas categorías. Así, cada categoría incluye activos con riesgos demasiado diferentes.
7. En ocasiones, sobre todo en países no desarrollados, se permite la financiación de la compra del capital de una institución financiera mediante la toma de préstamos de esa misma institución cuyo capital se va a adquirir. En esos casos “la elevación de los requerimientos de capital ni reducirá los incentivos a la asunción de riesgos ni servirá de amortiguador en caso de pérdidas” (Brownbridge y Kirkpatrick, 2000, pág. 11).

Una segunda medida de regulación frecuentemente recomendada en la literatura especializada es la restricción del préstamo de las instituciones financieras locales. Esta restricción podría ser simplemente una restricción cuantitativa del crédito. Con ello se evitaría la escalada del riesgo de crédito (el riesgo de encontrarse con impagos) que, como se ha visto a lo largo de este trabajo, es uno de los muchos riesgos que pueden componer la fragilidad financiera. La explicación de que la expansión del crédito bancario redunde en un incremento del riesgo de crédito descansa en el hecho de que cuanto más crédito se otorga, menor es la capacidad del prestamista de evaluar y supervisar a sus prestatarios (Brownbridge y Kirkpatrick, 2000). Si bien es cierto que el ratio de adecuación del capital puede limitar el crecimiento del crédito bancario, no será tan directamente eficaz como la imposición de límites directos a la velocidad de ese crecimiento (Bhattacharya y Stiglitz, 1999; Stiglitz, 1999b). Estos límites serían de especial utilidad si se aplicaran a la expansión de determinados tipos de crédito –crédito al consumo o para la inversión en sectores de alto riesgo: inmobiliario y

bursátil, por ejemplo—; y también si estuvieran encaminados a evitar una excesiva concentración del crédito en pocos sectores o pocos prestatarios.

Un problema que frecuentemente se da en los países en desarrollo, heredado de los antiguos sistemas de regulación, es el crédito conectado (*connected lending*): crédito que dan las instituciones financieras a sus dueños o gestores. El inconveniente del crédito conectado es que no está sujeto normalmente a un seguimiento tan exigente como al que está sujeto el crédito que se otorga a agentes no relacionados con la institución prestamista. Así, es necesario poner límites específicos a ese crédito conectado, para lo que, a su vez, sería necesario exigir a los bancos una mayor transparencia al respecto de esta práctica.

Si con los límites a la expansión del crédito se pretende reducir la asunción de riesgos de crédito, con los límites al endeudamiento externo de las instituciones financieras locales (que defiende, por ejemplo, Stiglitz, 1999b) se trataría, además, de evitar la aparición de riesgos de tipo de cambio y de liquidez. En otras palabras: si se limita la toma de préstamos del extranjero en moneda extranjera y/o a corto plazo, se estará evitando el desajuste de denominaciones y/o vencimientos entre los pasivos y los activos de los bancos locales, que tantas veces ha sido señalado como una de las causas de las crisis financieras de la década de los noventa. Este tipo de medida es, además de una forma de regulación, una forma de control de capital. Así, este tipo de medida presenta las ventajas y los inconvenientes de los controles de capital, revisados anteriormente.

Por supuesto hay otras medidas posibles para la prevención de la aparición de desajustes de denominaciones y vencimientos. Por ejemplo, Goldstein y Turner (1996) señalan que una forma de restringir los problemas de liquidez de las instituciones financieras sería la imposición de altos requerimientos de reservas sobre depósitos. Esta medida supone un coste de oportunidad para las instituciones a las que se aplique: dichas instituciones pierden la rentabilidad de la parte de depósitos que han inmovilizado en forma de reservas. Dicho coste acarrea, en primer lugar, que las instituciones financieras tiendan a buscar otras formas de liquidez, distintas de los depósitos, con lo que no se evitaría la sobre-expansión del crédito (Goldstein y Turner,

1996). En segundo lugar, el coste que suponen los requerimientos de reservas puede ser repercutido en los productos financieros de los bancos afectados, lo que derivaría en un proceso de desintermediación bancaria (Garber, 1996). En tercer lugar, los requerimientos de reservas son fácilmente eludibles mediante el uso de derivados (Garber, 1996), lo que, evidentemente, limita su eficacia. En cuarto lugar, el coste de los requerimientos de reservas recae en todas las entidades bancarias, sin distinción entre las que tienden a incurrir en riesgos excesivos y las que no (Goldstein y Turner, 1996). Finalmente, para que el mantenimiento de reservas proteja, en efecto, de problemas de liquidez, es necesario que dichas reservas puedan ser liquidadas con celeridad. Y no resulta fácil lograr que las reservas sean liquidables rápidamente, o siquiera evaluar si lo son o no lo son (Garber, 1996).

Bhattacharya y Stiglitz (1999) prestan también atención a las medidas concretas que pueden adoptarse para limitar el sobre-endeudamiento, sobre todo a corto plazo, en divisas y no cubierto. Para limitar la exposición al riesgo de cambio sugieren que es necesario: limitar las posiciones abiertas netas en divisas de las instituciones financieras, así como restringir la cantidad de pasivos denominados en divisas (como proporción de los pasivos totales, por ejemplo); exigir que la proporción de activos en divisas sobre pasivos en divisas sea mayor a la proporción de activos en moneda local sobre pasivos en moneda local; establecer normas de control interno del riesgo de cambio; etc.

Por otra parte, además de las normas para que los bancos eviten la aparición de excesivos riesgos de crédito, liquidez y cambio, es necesario que existan normas para limitar el problema que suponen para los reguladores y supervisores las instituciones financieras que son “demasiado grandes para fracasar” (*too-big-to-fail*). Hay instituciones que efectivamente son demasiado grandes para que los poderes públicos permitan su quiebra, pues dicha quiebra generaría un efecto de contagio de gran alcance. El problema de que los poderes públicos no permitan el fracaso de estas empresas puede conllevar, en virtud del riesgo moral, la asunción excesiva de riesgos por parte de sus gestores, así como la no supervisión de las mismas por parte de sus prestamistas y depositantes.

Una forma de limitar el problema de las empresas que son *too-big-to-fail* es someterlas a una supervisión particularmente estricta y sancionar de alguna forma a los accionistas y gestores tan pronto como se observaran comportamientos poco prudentes. Pero ello no es suficiente porque, si aun así la institución financiera en cuestión lleva a cabo prácticas de riesgo, las instituciones públicas siguen sin poder intervenir en la misma. Una medida adicional, propuesta en Mishkin (2001), es advertir de que el primer gran banco que quiebre no será rescatado por las autoridades, sino que los depositantes y los prestamistas del mismo deberán asumir los costes de esa quiebra. Por el contrario, los bancos que tuvieran problemas como consecuencia de esa quiebra sí serían rescatados. Ello incentivaría a los depositantes y prestamistas a no dejar sus capitales en un banco frágil, sea cual sea el tamaño del mismo, lo que, a su vez, incentivaría a los bancos grandes a evitar prácticas arriesgadas. En cualquier caso, esta medida no será posible hasta que los mercados financieros, en general, y los depositantes y prestamistas, en particular, puedan evaluar correctamente las prácticas de los bancos y ejercer una función supervisora. Y, como se verá más adelante, hay serias limitaciones a que el mercado funcione como supervisor de las instituciones financieras y, más aún, en los países en desarrollo.

### **Dificultades generales de la implantación de un sistema de regulación y supervisión externas**

Además de las dificultades o inconvenientes concretos de cada una de las normas posibles de regulación, el buen funcionamiento de un sistema de regulación y supervisión también se enfrenta a obstáculos de carácter más general, sobre todo en los países en desarrollo.

En primer lugar, no basta con el establecimiento de normas de regulación y supervisión para evitar la asunción excesiva de riesgos por parte de las instituciones financieras. Resulta frecuente que las instituciones financieras, sobre todo en los países en desarrollo, no revelen de forma sistemática y homogénea la información necesaria para que los supervisores puedan hacer cumplir las normas de regulación. Por ello, una importante medida complementaria de la regulación y supervisión propiamente

dichas es el establecimiento de estándares contables y de auditoría y la exigencia de transparencia a los bancos.

En segundo lugar, es frecuente que los organismos encargados de la regulación y supervisión carezcan de los recursos humanos y financieros o incluso de la autoridad necesarios para llevar a cabo la supervisión –y, en su caso, las sanciones o intervenciones en los bancos con problemas– de forma eficaz. La falta de recursos materiales y financieros hace que los salarios de los reguladores y supervisores tiendan a ser muy bajos, lo que les desincentiva a cumplir correctamente con su trabajo o les incentiva a dejar sus puestos públicos y buscar trabajo en el sector privado (donde las remuneraciones suelen ser considerablemente mayores). Además, la falta de recursos tecnológicos y humanos dificulta enormemente la supervisión de las cada vez más sofisticadas actividades de las instituciones financieras. Este problema es particularmente grave en los países en desarrollo, pero los países más desarrollados también han tenido que enfrentarlo en numerosas ocasiones (Mishkin, 2001). Con respecto a la autoridad otorgada a las agencias de regulación y supervisión, baste con comentar que en algunos países (i.e. Argentina o Filipinas) los supervisores pueden verse sometidos a demandas judiciales por sus acciones contra las instituciones financieras, e incluso pueden tener responsabilidad personal por esas acciones, lo que evidentemente indica que no tienen las competencias necesarias para realizar adecuadamente su trabajo (Mishkin, 2001).

En tercer lugar, los reguladores y supervisores no sólo carecen de los recursos necesarios, sino a veces también de los incentivos necesarios para llevar a cabo su labor eficazmente. La literatura especializada suele referirse con el término de *regulatory forbearance* a la no aplicación por parte de las autoridades públicas de las normas existentes de regulación y supervisión, que emana de la ausencia de los incentivos necesarios para que se dé esa aplicación. Esta actitud por parte de los reguladores y supervisores, esa falta de incentivos adecuados, puede ser el resultado de diversas circunstancias: la presión política sobre las agencias de regulación y supervisión (la falta de independencia política de esas agencias); el miedo de los reguladores o supervisores a que el destapar los problemas del sistema financiero tenga efectos adversos sobre su reputación y sus perspectivas profesionales; etc. Es necesario, por

tanto, como complemento a las normas de regulación y supervisión propiamente dichas, la puesta en marcha de medidas que limiten el *regulatory forbearance*, que creen los incentivos adecuados para los reguladores y supervisores.

En cuarto lugar, no sólo las agencias públicas de regulación y supervisión pueden tener unos incentivos inadecuados (inadecuados en el sentido de que no les llevan a tratar de promover la estabilidad financiera). También los gestores o accionistas de las instituciones financieras pueden tener incentivos que no les conduzcan a facilitar la estabilidad financiera. Ello es habitual, sobre todo, si esos gestores o accionistas estaban acostumbrados a un marco de regulación distinto —a la regulación económica anterior a la liberalización financiera—, que generaba incentivos distintos a los necesarios bajo un nuevo régimen de regulación post-liberalización (Caprio, 1996). De ahí que sea necesario, además de imponer medidas de regulación y supervisión propiamente dichas, tratar de cambiar los incentivos de los agentes financieros.

Un problema añadido con el que se encuentran los países en desarrollo es que los sistemas de regulación y supervisión que se proponen desde los países desarrollados no son necesariamente útiles para los primeros. Por una parte, los sistemas de regulación y supervisión diseñados en los países industriales otorgan un importante peso a la supervisión propiamente dicha, sin atender demasiado a las dificultades que se acaban de describir (falta de información, de recursos, de incentivos adecuados...) y que son especialmente acusadas en el mundo no desarrollado. De ahí que los países en desarrollo se enfrenten a la dificultad añadida de rediseñar o complementar de alguna forma los sistemas sugeridos desde los países desarrollados. Por otra parte, la eficacia de algunos sistemas de regulación y supervisión de los países desarrollados descansa en que todos los elementos funcionen: la eficacia de un elemento depende de que los demás elementos del sistema sean eficaces y viceversa. Por ejemplo, para que el ratio de adecuación del capital funcione eficazmente es necesario que los bancos valoren correctamente sus activos, lo que, por su parte, requiere que esté en funcionamiento una normativa adecuada de contabilidad. Otro ejemplo es que para que las restricciones a la toma de riesgos sean efectivas es necesario que los reguladores y supervisores tengan capacidad para supervisar las carteras de activos de los bancos. Los



sistemas de este grado de complejidad e interdependencia entre los elementos no son fácilmente aplicables en los países en desarrollo (Brownbridge y Kirkpatrick, 2000). Así que, de nuevo, cabe comentar que puede que los países en desarrollo tengan que esforzarse en diseñar sus propios sistemas de regulación y supervisión (más sencillos, con menos interdependencia entre los distintos elementos...).

Finalmente, menciónese que existen serias dificultades a la hora de diseñar un buen sistema de regulación y supervisión. En primer lugar, y como bien explica Llewellyn (2000), habrá que decidir sobre el grado de prescripción de la normativa de regulación. Tanto los reguladores como las instituciones reguladas prefieren que las normas sean muy sencillas, detalladas, ciertas..., en resumen, que las normas sean altamente prescriptivas. Pero un sistema de regulación muy prescriptivo no tiene por qué ser eficaz: puede no prevenir de riesgos complejos; puede parecerle excesivo a las instituciones financieras que, así, se verán empujadas a la elusión de las normas; suele afectar a los procedimientos de actuación de las instituciones financieras más que a sus resultados, que, a fin de cuentas, es lo que se pretende controlar; suele ser inflexible y no evolucionar con las condiciones del mercado; etc. (más detalles en Llewellyn, 2000). En segundo lugar, se presenta la cuestión de las diferencias entre instituciones financieras. Para que un sistema de regulación y supervisión sea eficaz, ha de ser más estricto con las instituciones financieras más propensas a asumir demasiados riesgos, y no tanto con aquéllas en las que se dé un buen control interno del riesgo. En tercer lugar, existe la tendencia a sobre-regular, lo que, al igual que un elevado grado de prescripción, no conduce necesariamente a la eficacia del sistema de regulación y supervisión (Llewellyn, 2000).

A continuación se describen algunas posibles normas complementarias a la regulación y la supervisión externas, que pueden coadyuvar a la evitación de la fragilidad financiera. Estas normas complementarias, de aplicarse eficazmente, resolverían algunas de las dificultades que se acaban de enumerar.

## **b.2) Complementos de la regulación y la supervisión externas**

Ya se han visto varias razones por las que es necesario que la estabilidad de los sistemas financieros nacionales no descansen exclusivamente en el establecimiento de un sistema de regulación y supervisión externas: la falta de transparencia de las instituciones financieras, la falta de recursos de las agencias de supervisión, la falta de incentivos adecuados tanto por parte de dichas agencias como de los agentes privados, etc. Todas estas carencias justifican la imposición de medidas que las palién. Llewellyn (2000) añade un motivo más a favor del establecimiento de medidas complementarias: la complejidad y volatilidad del actual mundo de la banca y las finanzas hace imposible que las agencias públicas controlen, por sí solas, la toma de riesgo por parte de los bancos. De ahí que muchos autores aboguen por traspasar parte de la labor de supervisión al mercado mismo.

Los complementos a la regulación y supervisión externas que aquí se analizan son: los estándares contables y exigencia de transparencia; el fomento del buen funcionamiento de las agencias públicas de regulación y supervisión; la creación de incentivos adecuados y la participación del mercado en la regulación y la supervisión; y la mejora de la gestión de las empresas no financieras.

### **Estándares contables y exigencia de transparencia**

Para que las agencias de supervisión o el mercado mismo puedan evaluar y, en caso necesario, penalizar la asunción de riesgos por parte de las instituciones financieras, es necesario, obviamente, que esas instituciones sean transparentes: que la información sobre sus actividades esté disponible; y que además esté presentada de acuerdo con ciertos estándares contables que permitan la interpretación de la misma. Dado que los mercados no funcionan tan bien como se les supone, éstos son incapaces de generar niveles eficientes de información. Es más, éstos incentivan la ocultación de información por parte de las instituciones financieras (Bhattacharya y Stiglitz, 1999). Por ello, el gobierno debe intervenir, exigiendo a las instituciones financieras locales que revelen periódicamente información sobre sus actividades financieras; así como que adopten estándares contables para que la información sea homogénea y

comparable. Goldstein y Turner (1996) concretan más que otros autores cómo deben ser estas exigencias: (1) hay que homogeneizar a nivel internacional los sistemas contables, en general, y ciertas partidas –como los créditos de dudoso cobro–, en particular; (2) las inversiones en cartera han de contabilizarse al precio de mercado y no al precio de adquisición; y (3) la normativa contable debe exigir mayores provisiones por pérdidas.

Un primer problema de una mayor transparencia es que no asegura que se vaya a hacer un buen uso de ella, ni por parte de las agencias públicas de supervisión, ni por parte de los agentes del mercado. Por una parte, las agencias públicas, como ya se ha visto, cuentan o no con información adecuada para poder aplicar las normas de regulación, tienden a caer en el *regulatory forbearance* o carecen de suficientes recursos humanos y materiales. Así, mientras no se eliminen los problemas de funcionamiento de las agencias públicas mismas, la transparencia de los bancos no asegura la estabilidad financiera. Por otra parte, los agentes del mercado no siempre tienen en cuenta la información disponible: piénsese en cómo las agencias de *rating* o los agentes privados no vislumbraron la posibilidad de una crisis en Asia oriental aun cuando estaba disponible bastante información sobre la fragilidad financiera en la región. Así, que exista buena información sobre el sistema financiero interno no garantiza que el mercado utilice esa información de forma eficiente.

Un segundo conflicto que plantea el tema de la transparencia es que ésta nunca va a ser suficiente para que el mercado o las agencias de supervisión evalúen el riesgo de las instituciones financieras. Brownbridge y Kirkpatrick (2000) explican que la información sobre los prestatarios de las instituciones financieras es, por naturaleza, inaprehensible por los agentes del mercado financiero. Si los prestatarios (de los bancos nacionales, se entiende) pudieran revelar toda su información y los agentes pudieran interpretarla, la labor de intermediación financiera que ejercen los bancos sería inútil: los agentes obtendrían la información sobre los prestatarios directamente de ellos, sin necesidad de intermediarios, y tomarían sus decisiones de prestar o no prestar en función de esa información. Así, incluso si los estándares sobre transparencia bancaria fueran adecuados, ésta nunca puede ser tanta como para ofrecer una imagen cierta del nivel de riesgos que el banco está asumiendo.

Un último problema que presenta una mayor transparencia de la actividad financiera es que, gracias a la existencia de asimetría de la información, puede derivar en mayor volatilidad en los mercados financieros, e incluso en crisis financieras. “La revelación de información puede, bajo ciertas circunstancias, exacerbar las fluctuaciones y precipitar las crisis, incluso cuando esa información pueda tener muy poco valor intrínseco. Gritar fuego en un teatro abarrotado puede provocar una crisis, haya o no problemas con los ‘parámetros fundamentales’ (esto es, haya o no un incendio, o un incendio lo suficientemente grande como para tener que evacuar el teatro)” (Bhattacharya y Stiglitz, 1999, pág. 8).

### **Fomento del buen funcionamiento de las agencias públicas de regulación y supervisión**

Como se ha visto anteriormente, las agencias de regulación y supervisión en ocasiones no pueden llevar a cabo correctamente su función debido a que carecen de los recursos humanos y materiales, de la autoridad o de los incentivos necesarios para ello.

Para solventar estas carencias sería imprescindible dotar de medios materiales suficientes a las agencias públicas, así como formar a su personal, nada de lo cual es sencillo ni rápido de lograr en los países en desarrollo. De hecho, según Caprio (1996), lleva de cinco a diez años entrenar a los supervisores de los países en desarrollo para que alcancen los niveles de formación de los supervisores de los países industriales, lo cual es mucho más tiempo del necesario para abrir la cuenta de capital y desregular el sistema financiero interno. Además, “(...) ¿tiene sentido en países con escasez de capital humano [y tecnológico y financiero] destinar los pocos talentos [o recursos materiales] con los que cuentan a la supervisión bancaria?” (Caprio, 1996, pág. 10).

Por otra parte, para evitar que los reguladores y supervisores incurran en *regulatory forbearance* es necesario, antes de nada, lograr su independencia respecto de los políticos. Para ello, se podría asignar la labor de regulación y supervisión a una institución que ya fuera independiente del gobierno, como un banco central; o, mejor aún (para que las labores de supervisión no interfieran en la independencia de la

política monetaria), a agencias creadas *ad hoc*. Éstas, no obstante, no podrán ser independientes a no ser que cuenten con los recursos suficientes como para no necesitar financiación del gobierno (Mishkin, 2001). Otra medida para paliar el *regulatory forbearance* es exigir la transparencia de las actividades de las agencias de regulación y supervisión, de manera que, en caso de ser dichas actividades inadecuadas o insuficientes, los supervisores pudieran ser penalizados por la prensa, el gobierno, el mercado de trabajo... (Brownbridge y Kirkpatrick, 2000). No obstante, esta solución confía en que los agentes externos a las agencias pueden conocer, evaluar y premiar o sancionar las acciones de dicha agencia. Pero que los agentes controlen correctamente la actuación de una agencia de supervisión es tan improbable como que controlen la de las instituciones financieras mismas (como se argumenta más adelante). Lo que podría ser más eficaz para reducir el problema del *regulatory forbearance* es que los supervisores fueran perseguidos por la ley en caso de que aceptasen sobornos de las instituciones supervisadas, o incluso si aceptaran trabajos en instituciones que hubiesen supervisado recientemente (Mishkin, 2001), aunque ello sólo evitaría los comportamientos extremadamente inadecuados de los supervisores, pero no su “dejadez”.

Si el *regulatory forbearance* es un problema a la hora de regular y supervisar, lo es aún más a la hora de intervenir en instituciones financieras con problemas: los reguladores tienden a no intervenir en las instituciones con problemas e incluso a proveerlas de liquidez, con la esperanza de que esos problemas desaparezcan. Cuanto más se tarde en intervenir en un banco con problemas y más liquidez se inyecte en ese banco, más difícil resultará intervenirlo, porque más difícil será justificar frente a la población el apoyo público que se ha dado a ese banco. Además, cuanto más se tarde en intervenir un banco menos tendrá éste que perder, con lo que tenderá a asumir riesgos crecientes (y ello puede culminar en una crisis financiera). Asimismo, cuanto más se tarde en intervenir ante la aparición de fragilidad financiera mayor es el riesgo moral y los consiguientes incentivos a asumir riesgos (Brownbridge y Kirkpatrick, 2000; Mishkin, 2001).

Explicado de otra forma, la intervención rápida de las agencias públicas en caso de fragilidad financiera puede evitar que se produzcan crisis financieras, de forma indirecta y directa. Por una parte, una intervención a tiempo reduciría de forma

indirecta la ocurrencia de crisis en el futuro: si se intervienen las instituciones que han obrado arriesgadamente, se generan los incentivos adecuados para la buena gestión por parte de las demás instituciones financieras, con lo que éstas últimas no asumirán excesivos riesgos, limitándose así la fragilidad financiera y la probabilidad de crisis (Llewellyn, 2000). Por otra parte, la intervención rápida podría evitar, de forma directa, el estallido de una crisis, una vez que han aparecido fragilidades en el sistema financiero interno: si se interviene a tiempo –si se cierran bancos a tiempo, o se recapitalizan...–, es posible que la fragilidad disminuya y no redunde en crisis (Mishkin, 2001).

Para lograr que las agencias públicas intervengan a tiempo en las instituciones financieras con problemas, puede que sea necesario que exista una normativa clara y precisa que regule esas intervenciones. Un elevado grado de prescripción en la normativa de intervenciones, además de limitar el *regulatory forbearance*, tiene otras ventajas (véase Llewellyn, 2000). Pero lo habitual es que haya un elevado grado no de prescripción sino de discrecionalidad en la actuación de los reguladores y supervisores ante la escalada de fragilidad en las instituciones financieras locales.

No obstante, un elevado grado de prescripción (poco grado de discrecionalidad) en la normativa sobre intervención también tiene inconvenientes: el carácter demasiado prescriptivo de cualquier norma puede redundar en la ineficacia de la misma (véase una breve discusión sobre esto que se realizó anteriormente); las agencias no siempre aplican sus normas de intervención –como en el caso, analizado anteriormente, de las instituciones que son “demasiado grandes para fracasar”–, con lo que las normas pierden credibilidad; la aplicación estricta de las normas de intervención puede conllevar la penalización a bancos que tienen problemas no por mala gestión sino por *shocks* macroeconómicos de los que no son responsables (Brownbridge y Kirkpatrick, 2000); no pueden preverse todas las circunstancias particulares en las que va a ser necesaria la intervención, de forma que los reglamentos demasiado prescriptivos pueden dejar fuera casos en los que una intervención sería necesaria (Llewellyn, 2000); etc.

## **Creación de incentivos adecuados y participación del mercado en la regulación y la supervisión**

Ya se ha comentado cómo es necesario que, junto con la sustitución de la regulación económica por la regulación prudencial, se produzca la sustitución de los incentivos correspondientes al sistema financiero pre-liberalización por incentivos apropiados para el nuevo sistema financiero post-liberalización. Los nuevos incentivos han de evitar que la apertura y la desregulación financieras redunden en la asunción excesiva de riesgos. Llewellyn (2000) sugiere varias formas de hacer que los incentivos de los gestores y propietarios de los bancos sean compatibles con la estabilidad financiera: la promoción, mediante diversas vías, de unos buenos controles internos del riesgo; la intensificación de la supervisión y las visitas de inspección a las entidades financieras; el sometimiento del sistema financiero local a la competencia extranjera; etc. Mishkin (2001), por su parte, señala que para que los gestores y propietarios tengan los incentivos adecuados han de ser responsables de sus acciones: si esos agentes permiten una asunción excesiva de riesgos, la administración pública tendrá que castigarlos de una forma u otra.

Muchos autores también señalan la necesidad de complementar la regulación y la supervisión externas con mecanismos para que el mercado también supervise y premie o castigue la actividad del sistema financiero interno. Una posible forma de dejar en manos del mercado parte de la responsabilidad de la supervisión es eliminando los seguros de depósito, pues así se estaría forzando a los depositantes a controlar las actividades de las instituciones financieras a las que están confiando su dinero. La posibilidad de que los depositantes muevan sus fondos desde los bancos menos “sanos” a los bancos más “sanos” introduce un incentivo para que los gestores de los bancos se comporten de forma prudente.

El inconveniente de cargar a los depositantes con semejante responsabilidad es que éstos no pueden tener acceso a la información suficiente como para supervisar correctamente a la institución a la que han confiado sus fondos. Ello es porque los bancos son, por definición, instituciones opacas (Caprio, 1996), por la falta de estándares contables, pero también por la naturaleza inaprehensible de la información

sobre los prestatarios de los intermediarios financieros. Además, que los depositantes tuvieran información suficiente no sería una garantía de que la fueran a utilizar eficientemente. Por una parte, sea cual sea la cantidad y calidad de la información disponible, puede surgir el problema del usuario gratuito (Brownbridge y Kirkpatrick, 2000): cada uno de los depositantes delegará la labor de control en los otros depositantes, de forma que finalmente ninguno la esté ejerciendo. Por otra parte, los depositantes están sujetos a comportamientos ineficientes como los estudiados anteriormente (*herding*, pánicos y euforias...), con lo que su labor de supervisión no tiene por qué redundar en premios o castigos proporcionales a la buena o mala gestión del banco al que han confiado sus fondos.

Otra vía para forzar al mercado a supervisar el sistema financiero interno es la imposición a los bancos de la financiación de un porcentaje mínimo de sus activos con deuda subordinada. La deuda subordinada no puede estar asegurada y su tipo de interés no puede exceder en más de un máximo de puntos porcentuales del tipo de interés de los bonos gubernamentales. Las ventajas de tal exigencia serían que: (1) incentiva a los bancos a no realizar actividades demasiado arriesgadas, pues si lo hicieran no podrían colocar en el mercado una deuda subordinada con las características mencionadas; (2) incentiva a los propietarios de la deuda subordinada a supervisar a los bancos emisores de la misma; y, además, (3) incentiva a las agencias públicas a actuar correctamente, dado que si la cotización de esa deuda es muy baja y las agencias no hacen nada al respecto, ello indica que dichas agencias están incurriendo en *regulatory forbearance* (Mishkin, 2001).

El escaso desarrollo de los mercados de capital, la falta de transparencia y estándares contables, habituales en los países no desarrollados, así como ciertos comportamientos propios de los mercados financieros, pueden hacer que esta medida resulte poco eficaz. En primer lugar, si los mercados financieros están poco desarrollados incluso los bancos con poco riesgo tendrían dificultades para colocar su deuda subordinada. En segundo lugar, si los compradores de la deuda subordinada son muchos y pequeños, tienen tan poca capacidad de supervisión como los depositantes. Y, en tercer lugar, los posibles propietarios de esa deuda subordinada están sujetos,



como los depositantes, a comportamientos ineficientes que dan lugar a premios y castigos desproporcionados.

Una tercera forma en que el mercado podría ejercer una labor de regulación y supervisión sería a través de una mayor transparencia de los bancos junto con la obligación de que éstos obtuvieran *ratings* regulares por parte de agencias privadas. Pero esta propuesta se topa una vez más con que en los países en desarrollo los estándares contables y de auditoría no son muy estrictos. Es más, incluso si dichos estándares fueran adecuados, los requerimientos de transparencia e información nunca pueden ser tan exhaustivos como para ofrecer una imagen cierta del nivel de riesgos que el banco está asumiendo (como ya se explicó anteriormente). Asimismo, si las decisiones de inversión de los agentes se basa en las calificaciones de riesgo de las agencias de *rating* se puede generar un comportamiento procíclico de la rentabilidad y el riesgo de los activos. Finalmente, la experiencia reciente muestra que las agencias de *rating* no evalúan los riesgos tan bien como se les supone: ciertos países asiáticos seguían recibiendo altas calificaciones por parte de estas agencias incluso tras el estallido de las crisis en esos mismos países.

### **Mejora de la gestión de las empresas no financieras**

En ocasiones (baste recordar el caso de Indonesia) ha sido el sector empresarial no financiero el que ha empujado al país a una situación de fragilidad financiera. Es por ello que muchas de las medidas de regulación y supervisión que se han discutido anteriormente para el sector financiero deberían atañer igualmente a las empresas no financieras.

Así, las empresas pueden incurrir, igual que los bancos, en un endeudamiento excesivo con el exterior y, es más, la deuda que contraen puede ser a corto plazo y/o en moneda extranjera. Así, las medidas de regulación y supervisión que estén destinadas a limitar la toma de préstamos, sobre todo a corto y en divisas, por parte de las instituciones financieras deberían aplicarse igualmente a las empresas no financieras. Bhattacharya y Stiglitz (1999) sugieren algunas medidas específicas para limitar la asunción de riesgos financieros por parte de las empresas no financieras: limitar las

deducciones de impuestos por la deuda externa y a corto plazo; incluir los préstamos bancarios a empresas con alta exposición al riesgo de cambio entre los activos de alto riesgo, de manera que los bancos se verían motivados a cargar mayores tipos de interés a dichas empresas, lo que las incentivaría a reducir su exposición; etc.

Por otra parte, las empresas no financieras, como los bancos, pueden ser “demasiado grandes para fracasar”, lo que conlleva que sus prestamistas no se preocupen por supervisar las actividades de dichas empresas, así como que sus gestores no se esfuercen en no incurrir en excesivos riesgos. Por ello, es necesario que se eliminen las políticas de protección a las empresas grandes, para lo que sería conveniente reducir algunos de los vínculos entre el Estado y el sector empresarial (Mishkin, 2001), propios de los países en desarrollo antes de sus respectivas liberalizaciones financieras. No obstante, se ha de recordar que esos vínculos, al menos en Asia oriental, no han sido fuente sólo de riesgo moral y los consiguientes problemas financieros, sino también de una promoción del crecimiento y el cambio estructural sin precedentes.

### **b.3) Contrastación en la literatura empírica**

Aunque algunas de las normas de regulación pueden resultar ineficaces, parece que, a la luz de diversos estudios empíricos, la regulación y la supervisión efectivamente disminuyen el riesgo de padecer una crisis financiera o de que ésta, de ocurrir, sea muy grave. Por ejemplo, Mahar y Williamson (1998) construyen un índice del nivel de regulación prudencial y supervisión para 33 países que llevaron a cabo su liberalización financiera entre 1973 y 1995. La mayoría de los países de su estudio tuvieron índices de regulación y supervisión muy bajos hasta mediados de los años ochenta y mayores desde finales de esa misma década. En cualquier caso, lo que resulta de interés aquí es que los países que experimentaron las crisis más leves tenían índices de regulación y supervisión mayores que los que sufrieron crisis más graves.

Asimismo, Demirgüç-Kunt y Detragiache (1999) evalúan la relación entre la eficacia de la regulación, la liberalización financiera y las crisis bancarias. Su muestra se compone de 53 países entre 1980 y 1995; y sus resultados se pueden interpretar

como que la calidad de la regulación reduce la tendencia de que la liberalización financiera redunde en una crisis bancaria.

Igualmente, Rossi (1999) analiza econométricamente la relación entre la existencia de regulación y supervisión y el riesgo de crisis financiera. En concreto estudia una muestra de quince países no industrializados para el período 1990-97, y concluye que cuando la regulación y supervisión existen y son estrictas, la fragilidad financiera es menor.

### **c) Conclusiones**

Existe cierto consenso sobre que un buen sistema de regulación y supervisión ayuda a mantener bajo control la fragilidad financiera. En ese sentido, un sistema de regulación y supervisión difiere de los controles de capital o de ciertos regímenes cambiarios, sobre los que no se puede concluir tan abiertamente que sean instrumentos eficaces para evitar el estallido de crisis financieras.

Ante esto se pueden hacer varias observaciones. En primer lugar, no es nada fácil diseñar e implantar un *buen* sistema de regulación y supervisión. Para que dicho sistema sea *bueno* ha de incluir numerosas normas y mecanismos de actuación, desde los ratios financieros hasta las exigencias de transparencia, pasando por los sistemas de incentivos... Y ya se han ido viendo en este epígrafe las enormes dificultades que existen para ello.

Insístase aquí en lo que se puede considerar como la mayor dificultad para la puesta en marcha de un buen sistema de regulación y supervisión: que lleva tiempo y dinero. Los países en desarrollo no se caracterizan por disponer de recursos de sobra para financiar estos necesarios cambios institucionales. Y es fácil de entender que la provisión de infraestructuras, por ejemplo, sea prioritaria frente a la provisión de un sistema de regulación y supervisión. Y, con respecto al tiempo, el plazo de tiempo en el que el sistema de regulación y supervisión se vuelve imprescindible –lo que se tarda en abrir la cuenta de capital y desregular el sistema financiero interno– es mucho menor al tiempo que lleva desarrollar ese sistema. La razón de ello es que la

liberalización financiera es un proceso económico, mientras que la puesta en funcionamiento de un sistema de regulación y supervisión es un proceso político e institucional. “La regulación de las instituciones financieras y la inversión extranjera es mucho más que un precepto económico; es también un proceso intensamente político” (Kahler, 1998, pág. 8).

En segundo lugar, no deja de ser sorprendente que la regulación y la supervisión sean aceptadas con tanta naturalidad por economistas ortodoxos que, a la vez, dudan de las bondades de los controles de capital. La regulación y la supervisión, igual que los controles de capital, son necesarias por la existencia de fallos de mercado: si el mercado no diera lugar a inestabilidades macroeconómicas y financieras, ni las unas ni los otros serían necesarios. Expresado de otra manera: la regulación y la supervisión son el contrapeso necesario a la desregulación del sistema financiero interno, dada la existencia de fallos de mercado; igual que los controles de capital son el contrapeso necesario a la apertura financiera, por el mismo motivo. Además, igual que los controles de capital, la regulación y la supervisión pueden ser evadidas por los agentes financieros mediante el uso de instrumentos derivados. Por ejemplo, si el banco sometido a regulación compra bonos estructurados<sup>142</sup> en el mercado de derivados a un banco extranjero, logrará eludir las limitaciones al endeudamiento externo a corto plazo (para una explicación más detallada, véase Garber, 1996). Pero los detractores de los controles no suelen denunciar que la regulación y la supervisión también pueden ser evadidas.

En cualquier caso, cabe concluir que el hecho de que sea difícil diseñar e implantar un sistema de regulación y supervisión no debe empujar a los gobiernos de los países en desarrollo al inmovilismo. Mientras la tendencia a la liberalización financiera sea una realidad, los países en desarrollo se van a ver abocados a abrir sus cuentas de capital y a desregular sus sistemas financieros internos. Por ello, a pesar de las dificultades, más vale empezar cuanto antes a crear un sistema de regulación y supervisión que, aunque sea en el futuro, proteja de las consecuencias negativas de la liberalización financiera.

---

<sup>142</sup> Activos de renta fija ligados a un producto derivado.

Aunque ello no sea materia de estudio directo de esta tesis, cabe comentar que más difícil aún que la implantación de unas normas adecuadas de regulación y supervisión externas y normas complementarias (estándares contables, de auditoría, etc.) a nivel nacional, es su implantación a nivel internacional. Como en el caso de la elección de régimen cambiario y como en el caso del uso de controles de capital, la coordinación de los distintos países para el establecimiento de un sistema de regulación y supervisión haría que éste fueran particularmente eficaz. Por citar un ejemplo de cómo la coordinación de las normas las harían más eficaces: el sobreendeudamiento de los bancos de los países en desarrollo estaría limitado no sólo si dichos países se esforzaran en controlar el nivel y calidad de los préstamos tomados por los bancos nacionales, sino si también los países industriales se esforzaran en regular la actividad prestamista de sus propias instituciones financieras (Bhattacharya y Stiglitz, 1999). Pero no es arriesgado conjeturar que la coordinación internacional para la aplicación de estándares y normas no es, por ahora, una realidad cercana.

## **D. CONCLUSIONES GENERALES SOBRE ESTAS TRES POLÍTICAS EN RELACIÓN CON LAS CRISIS FINANCIERAS**

Resúmanse aquí algunas conclusiones al respecto de las tres políticas revisadas en este capítulo. Con respecto a la elección de régimen cambiario, cabe decir que es particularmente difícil concluir. Los defensores de la liberalización financiera, en virtud del modelo de Mundell-Fleming y de otros argumentos ya expuestos, optan por recetar regímenes cambiarios extremos: o anclas duras (juntas monetarias o dolarización) o flotación de la moneda. Pero las anclas duras pueden presentar muy serios inconvenientes para la economía real, además de no eliminar completamente la posibilidad de que ocurran crisis financieras (sobre todo bancarias). La flotación, por su parte, puede suponer perjuicios por la volatilidad del tipo de cambio nominal y tampoco evita el estallido de crisis financieras por autocumplimiento de expectativas.

Aun sabiendo que los regímenes cambiarios intermedios presentan importantes inconvenientes, cabe defender su uso por parte de las economías emergentes, en combinación con otras políticas y mientras no se recurra a soluciones multilaterales, en virtud de los siguientes argumentos.

1. Los regímenes cambiarios intermedios en principio no permiten tener independencia de política monetaria. Pero si el régimen escogido está más cerca de la flotación que de las anclas duras (como en una banda de flotación, por ejemplo) se conserva más independencia de política monetaria que con dichas anclas duras.
2. Con los regímenes intermedios se puede controlar la inflación de forma bastante eficaz. Puede que de forma menos eficaz que con un ancla dura, pero sin los serios inconvenientes de ésta.
3. Con respecto a la competitividad, si se escoge un régimen intermedio que tenga en consideración la estructura de relaciones comerciales del país es cuestión (un tipo fijo a una cesta de monedas, por ejemplo) pueden evitarse las repentinas caídas de competitividad provocadas por *shocks* comerciales externos.
4. Un régimen intermedio favorece la entrada de capital extranjero y que éste sea a corto plazo y en moneda extranjera. Pero se ha visto que ni las anclas duras ni la

flotación evitan los desajustes de vencimientos y denominaciones debido al problema del pecado original.

5. Un régimen cambiario intermedio es especialmente susceptible a la desconfianza de los inversores extranjeros y, por tanto, a que estalle una crisis financiera. No obstante, ni las anclas duras ni la flotación eliminan del todo la posibilidad de que se den crisis y además acarrearán serias dificultades de gestión macroeconómica o financiera.

Todo ello puede hacer pensar que un régimen cambiario intermedio no es necesariamente la peor elección. Y mucho menos si se lo acompaña de medidas que aminoren sus inconvenientes. Por ejemplo y como se argumentó con anterioridad: los controles de capital y/o la regulación y supervisión pueden limitar la atracción de capital que un tipo fijo o semi-fijo supone; y, asimismo, pueden evitar que el tipo fijo determine la estructura (predominancia del corto plazo y de las denominaciones en divisas) del capital entrante.

Efectivamente, los controles de capital, presentan algunas importantes ventajas.

1. Al limitar la movilidad del capital, ofrecen la posibilidad de tener una política cambiaria que no acarree una excesiva inestabilidad financiera (como los tipos de cambio flotantes) ni una total renuncia a la independencia de la política monetaria (como las anclas duras). Así, los controles de capital permitirían el gobierno de la política macroeconómica –monetaria, fiscal y cambiaria–, lo que puede redundar en un mayor crecimiento, cambio estructural y desarrollo.
2. Otra ventaja de los controles de capital emana del hecho de que los mercados no son tan perfectos como se les supone en ocasiones: como los mercados nacionales están distorsionados de una forma u otra, los controles de capital, en lugar de suponer una fuente de ineficiencia económica, pueden aumentar ésta, en virtud de las teorías del segundo óptimo.
3. Además, los controles de capital son una herramienta particularmente potente para evitar el recalentamiento y la fragilidad financiera. Para evitar el recalentamiento porque corta el primer eslabón de la cadena de acontecimientos que conduce a él, lo que evita no sólo ese problema sino los costes que las otras políticas que habrían de aplicarse en ausencia de controles pueden acarrear (i.e.

el coste cuasi-fiscal de la esterilización, el coste en términos de crecimiento de la política fiscal restrictiva, etc.). Para evitar la fragilidad financiera porque permiten discriminar entre los distintos tipos de capital entrante, limitando así los desajustes de vencimientos y denominaciones entre los activos y pasivos de las instituciones financieras.

4. Todas estas ventajas descansan en el hecho, sin duda también ventajoso, de que los controles de capital son un instrumento muy flexible.

El que puede considerarse el principal inconveniente de los controles de capital es que, si son evadidos, no son eficaces en absoluto, con lo que no presentarían ninguna de las ventajas que se acaban de enumerar. Pero parece que los controles de capital son eficaces al menos para alterar la estructura del capital entrante y al menos temporalmente. De ahí que puedan utilizarse mientras se desarrolla una forma más permanente de evitar la aparición de tensiones financieras, esto es, mientras se desarrolla un buen sistema de regulación y supervisión del sistema financiero interno.

La regulación y supervisión del sistema financiero interno es considerada por algunos economistas ortodoxos como el “aderezo” ideal del Consenso de Washington. Las políticas neoliberales de moda en los ochenta –recogidas de forma más sistemática en el denominado Consenso de Washington– supuestamente ofrecen el clima ideal para que las fuerzas del mercado generen crecimiento económico (dichas políticas de moda en los ochenta son precisamente las estudiadas con anterioridad: políticas fiscal y monetaria prudentes, estabilidad cambiaria y liberalización comercial y financiera). Con lo que no se contó antes de las crisis de los noventa es que ese clima ideal, además de crecimiento, podía acarrear entradas masivas de capital extranjero en las economías emergentes. Ni con que esas entradas masivas de capital podían suponer, además de crecimiento, una fuente de inestabilidad macroeconómica y financiera. Pues bien, tras las crisis de México y de Asia oriental, las posturas más ortodoxas sugieren que un sistema de regulación y supervisión adecuado complementa bien al Consenso de Washington, de forma que se genere crecimiento sin inestabilidad financiera.

No se van a negar aquí las virtudes de un buen sistema de regulación y supervisión (entendida ésta de forma amplia). Como los controles de capital, un buen



sistema de regulación y supervisión puede limitar los inconvenientes de los regímenes cambiarios intermedios, permitiendo así el aprovechamiento de sus ventajas. Pero no debe olvidarse que “poner en marcha un conjunto adecuado de controles de prudencia y de regulación para prevenir el riesgo moral y la toma excesiva de riesgo en el sistema bancario nacional es mucho más fácil de decir que de hacer. Incluso los países más avanzados están considerablemente lejos del ideal” (Rodrik y Velasco, 1999, pág. 25).

Así, se puede concluir que deben combinarse varias políticas para alcanzar un máximo de estabilidad financiera sin que ello suponga una total renuncia a la capacidad por parte de los gobiernos nacionales de utilizar políticas de crecimiento, cambio estructural y desarrollo humano. La combinación que aquí se propone es un régimen cambiario intermedio más cerca de la flotación que de las anclas duras y que tenga en consideración la estructura comercial del país en cuestión; la utilización de controles de capital en los momentos de mayores entradas de fondos extranjeros y diseñados de forma que se minimice la proporción de fondos volátiles, denominados en moneda extranjera y no cubiertos del riesgo de cambio (aunque dicha proporción nunca vaya a ser del 0%, dado el problema del pecado original); y la realización de esfuerzos para el diseño y la aplicación de un buen sistema de regulación y supervisión del sistema financiero interno, aunque esto parezca poco factible en el corto plazo.

Cabe añadir aquí una reflexión más. Un régimen cambiario acertado, el uso adecuado de controles de capital y una buena regulación y supervisión pueden limitar la aparición de recalentamiento y/o fragilidad financiera, que son dos problemas que abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas de devaluación y/o impago de los agentes privados, pero no pueden evitar que se produzcan cambios en esas expectativas de los agentes privados. Si se dan las expectativas de devaluación o de impago, ni los controles de capital (a la entrada o a la salida), ni ningún régimen de tipo de cambio, ni la regulación y supervisión del sistema financiero interno pueden evitar la salida masiva del capital extranjero. De ahí que haya que preguntarse ¿qué pueden hacer los gobiernos nacionales para que no se generen expectativas de devaluación o de impago? A la vista de cómo se comportan los agentes en los mercados financieros internacionales, dada la existencia de asimetría de la información, incertidumbre, etc., parece difícil que los gobiernos nacionales puedan

tener ningún control sobre las expectativas de dichos agentes. Por ello, en última instancia hay que poner las esperanzas en la coordinación internacional como única forma de proteger a las economías nacionales del funcionamiento del mercado financiero internacional. En otras palabras, los gobiernos nacionales pueden ayudar a evitar la aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera con políticas nacionales, pero será la coordinación entre gobiernos o las instituciones supranacionales las que tengan que encargarse de domeñar las finanzas a escala mundial (*tame the global finance*).

## **CONCLUSIONES GENERALES**

En este apartado final de conclusiones generales se va a presentar, en primer lugar, un breve análisis de si las hipótesis y subhipótesis detalladas en la introducción del trabajo han podido ser, efectivamente, defendidas con los argumentos teóricos y empíricos de las secciones I y II. Este repaso de si las hipótesis han sido suficientemente defendidas supone, asimismo, una recapitulación de las distintas conclusiones a las que se ha ido llegando en cada sección, capítulo o epígrafe. En segundo lugar, se van a ofrecer una serie de reflexiones de carácter general, motivadas por el trabajo realizado. Las conclusiones de unas y otras partes de este trabajo, así como estas reflexiones generales, sugieren posibles vías de investigación futura.

Con respecto a la evaluación de si las hipótesis y subhipótesis han sido suficientemente defendidas, conviene comenzar por las subhipótesis, para terminar por evaluar la defensa de la hipótesis general. Recuértese que esas subhipótesis o hipótesis secundarias eran las siguientes.

- Ciertas políticas neoliberales (estabilización macroeconómica, tipo de cambio fijo o semi-fijo, liberalización comercial y reforma financiera) son factores *pull* para el capital extranjero y determinan, en parte, la proporción de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio en el total de entradas de capital (subhipótesis nº 1).
- Las entradas de capital (su volumen y estructura), en el contexto de esas políticas neoliberales, pueden provocar la aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera (subhipótesis nº 2).
- Las políticas económicas de respuesta a las entradas de capital –destinadas a evitar la inestabilidad macroeconómica y financiera– pueden ser ineficaces y/o contraproducentes (subhipótesis nº 3).
- La inestabilidad macroeconómica y financiera posibilita el estallido de crisis financieras –en particular, el estallido de crisis por autocumplimiento de expectativas– (subhipótesis nº 4).

A su vez, las subhipótesis 2, 3 y 4 se subdividían en lo siguiente.

- El volumen del capital extranjero puede provocar inestabilidad macroeconómica (subhipótesis 2.1).

- El volumen y la composición del capital extranjero pueden provocar inestabilidad financiera (subhipótesis 2.2).
- Las políticas de respuesta a la entrada de capital para evitar la inestabilidad macroeconómica pueden ser ineficaces y/o contraproducentes, lo que implicaría la aparición de esa inestabilidad macroeconómica (subhipótesis 3.1).
- Las políticas de respuesta a la entrada de capital para evitar la inestabilidad financiera pueden ser ineficaces y/o contraproducentes, lo que implicaría la aparición de esa inestabilidad financiera (subhipótesis 3.2).
- La inestabilidad macroeconómica posibilita la ocurrencia de una crisis financiera –cambiaria, en particular–, al posibilitar el autocumplimiento de las expectativas de devaluación (subhipótesis 4.1).
- La inestabilidad financiera posibilita la ocurrencia de una crisis financiera –bancaria, en particular–, al posibilitar el autocumplimiento de las expectativas de impago por parte del sistema financiero nacional (subhipótesis 4.2).

Pues bien, la idea de que las políticas económicas de corte neoliberal, propias de los paquetes de reforma aplicados por las economías emergentes en los años ochenta y noventa, inciden en el volumen y composición de las entradas de capital extranjero en esas economías (subhipótesis nº 1) ha quedado suficientemente demostrada, tanto desde un punto de vista teórico como empírico. En efecto, la estabilización fiscal y monetaria, el mantenimiento de tipos de cambio fijos o semi-fijos, la liberalización comercial y la reforma financiera ofrecen, por un lado, confianza a los inversores internacionales en el compromiso del gobierno de acometer una reforma profunda y amplia, así como, por otro lado, pares rentabilidad/riesgo de los activos nacionales más atractivos para esos inversores extranjeros. No obstante, recuérdese que, sobre todo desde un punto de vista empírico, no existe un consenso al respecto de qué factores (si los *push* o los *pull*) son más determinantes de la entrada de capital extranjero en los países no desarrollados. Esta ausencia de consenso no es demasiado relevante en cualquier caso, si se tiene en cuenta lo siguiente: (1) la defensa que se hizo en su momento al respecto de la compatibilidad de unos y otros factores; (2) que en este trabajo la causalidad múltiple es posible, con lo que el hecho de que los factores *push* puedan ser determinantes de las entradas de capital desde un punto de vista teórico—o lo hayan sido en el caso de Asia oriental— no reduce el valor de la defensa que se ha

hecho de que los factores *pull* (en particular, la política económica) también lo pueden ser —y lo han sido en Asia oriental—.

También se puede considerar que la subhipótesis n° 2 ha sido confirmada en este trabajo. Esto es, se ha defendido que las entradas de capital extranjero pueden suponer la aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera (recalentamiento y fragilidad financiera) en las economías receptoras; y que así ocurrió en Asia-3. No obstante, también es cierto que la defensa ha resultado más sólida desde el punto de vista teórico que desde el empírico. Desde un punto de vista teórico, se han encontrado diversos argumentos sobre cómo las entradas de capital pueden redundar en inflación y/o deterioro del saldo corriente, así como en una escalada de riesgos financieros, como los de crédito, liquidez y cambio. Pero desde el punto de vista de los países asiáticos, resulta que el hecho de que se aplicaran medidas para evitar el surgimiento de esos problemas dificulta enormemente saber si el grado de inestabilidad macroeconómica y financiera, previo a la crisis, se debió a las entradas de capital *per se* o a la interacción de éstas con las políticas de respuesta a las mismas. En otras palabras, y por ejemplo, que no se padeciera una apreciación real de la moneda tan notable como la sufrida por otros países receptores de capital pudo deberse a que las políticas económicas para combatir el recalentamiento fueron más o menos eficaces, o a que las entradas de capital no supusieron en ese caso particular tanto recalentamiento, por cualquier otro motivo ajeno a este análisis.

Con respecto a la idea de que la gestión macroeconómica de respuesta a las entradas de capital puede ser ineficaz o incluso contraproducente (subhipótesis n° 3), ésta también ha sido defendida con numerosos argumentos, teóricos y empíricos. Se vio, al presentar los inconvenientes teóricos de cada una de las políticas económicas de respuesta a las entradas de capital, que los principales problemas de estas políticas son que (1) generan círculos viciosos por los que se perpetúa la entrada de capital, o (2) son incapaces de satisfacer el objetivo deseado (o incluso alcanzan un objetivo contrario), o (3) incrementan la fragilidad del sistema financiero interno (aun paliando el recalentamiento), o —y esto último es una consideración empírica— (4) no suelen utilizarse por cualesquier motivos. No obstante, aunque se haya demostrado, desde este punto de vista teórico, que cada una de las políticas de respuesta a las entradas de

capital tiene importantes inconvenientes, no se han encontrado estudios teóricos que evalúen la eficacia, no de políticas aisladas, sino de combinaciones de política económica. Dado que unas medidas interactúan con otras (mermando o potenciando sus efectos positivos o negativos), es necesario estudiar todas las posibles combinaciones de políticas, las interacciones, los prerequisites para el éxito de unas y otras combinaciones... Desde el punto de vista empírico, ocurre más bien lo contrario: es más fácil estudiar el resultado de la combinación de políticas aplicada en cada caso (en este trabajo, en el caso de Asia-3) que el de cada una de esas políticas. De hecho, aquí no se ha analizado tanto la eficacia de cada política, aplicada en los países asiáticos, por separado, como la del conjunto de medidas utilizadas. Mediante ese análisis se ha podido defender, a la vista de la aparición de recalentamiento y fragilidad financiera, que el conjunto de políticas de respuesta a las entradas de capital no fueron del todo eficaces en Asia-3 (aunque algunas lo fueran parcialmente). Recuérdese, finalmente, que algunos factores exógenos al análisis (i.e. apreciación del dólar o caída de la demanda de importaciones por parte de los países desarrollados) pudieron desempeñar un papel en la aparición de inestabilidad macroeconómica. Pero recuérdese también, por una parte, que dicho papel fue posible gracias al contexto de política económica (tipos de cambio fijos y apertura comercial); y, por otra, que el enfoque de esta tesis permite la causalidad múltiple, con lo que el hecho de que hubiera factores exógenos que contribuyeran a la aparición de problemas comerciales, no significa que las entradas de capital y la gestión macroeconómica no contribuyeran en absoluto.

Finalmente, se ha tratado de defender la idea de que la inestabilidad macroeconómica y financiera posibilita el estallido de crisis financieras (subhipótesis nº 4). Dicha defensa ha sido posible gracias a los modelos de segunda generación, en los que las crisis son contingentes y es el cambio de expectativas de los agentes privados el que detona dichas crisis, dados unos parámetros fundamentales de la economía algo deteriorados (en este estudio: parámetros comerciales y financieros). Bien es verdad que ciertos modelos concretos de segunda generación han tenido que ser algo reinterpretados y complementados con otras teorías para que pudieran formar parte del marco teórico de este trabajo y para que ayudaran a explicar las crisis de Asia-3. Pero también es verdad que las ideas generales de los modelos de segunda

generación y de las teorías complementarias, al margen de los modelos concretos, son aplicables a las crisis cambiarias y bancarias de Asia-3 (y por tanto pueden explicarlas, al menos en parte). En cualquier caso, los modelos de segunda generación siguen dejando fuera del análisis cuestiones de suma trascendencia como qué es lo que provoca el cambio de expectativas que, a su vez, detona la crisis. Al hacerlo, resultan ser explicaciones del mecanismo que conduce a la crisis financiera, pero no tanto de las causas más inmediatas de éstas, que quedan indeterminadas.

Visto todo lo anterior, parece que se puede concluir que, como decía la hipótesis general de este trabajo, la interacción entre la gestión macroeconómica y el volumen y estructura de las entradas de capital en economías emergentes puede derivar en una inestabilidad macroeconómica y financiera que posibilita el estallido de crisis financieras; y que ése fue el caso de Tailandia, Malasia e Indonesia.

En cualquier caso, ha de comentarse que, si bien es verdad que la hipótesis general de este trabajo ha sido respaldada por estudios tanto teóricos como empíricos, también lo es que el mismo enfoque estructural del trabajo facilita el que la hipótesis fuera contrastada. Es decir, el hecho de que las relaciones entre los distintos elementos de la hipótesis no sean unidireccionales y seguras, sino complejas y contingentes facilita la contrastación de la misma. Si se hubiese afirmado que las entradas de capital y la gestión macroeconómica *derivan* (en lugar de *pueden derivar*) en inestabilidad macroeconómica y financiera; que esa inestabilidad *provoca* (en vez de *posibilita*) el estallido de crisis financieras en economías emergentes; y que ése fue el caso de Asia-3... si se hubiese afirmado todo eso, la hipótesis general de este trabajo no habría quedado suficientemente contrastada con el estudio realizado.

Se puede pasar ahora a hacer una serie de reflexiones de carácter más general, relacionadas de alguna manera con algunas cuestiones apuntadas ya en la introducción de este trabajo. Para comenzar, recuérdense las preguntas que allí se hacían: ¿cuál es la relación entre la gestión macroeconómica y el estallido de crisis? ¿se puede modelar esa gestión macroeconómica para que ayude, al menos de forma parcial o temporal, a evitar crisis financieras? Para poder contestar a estas preguntas, conviene recapitular al



respecto de lo que se ha estudiado en este trabajo sobre política económica (anterior y posterior a las entradas de capital).

Según el Consenso de Washington, la estabilización fiscal resulta necesaria para evitar el mantenimiento de déficit públicos o de grandes cantidades de deuda pública. Dicha estabilización tiene sentido a la vista de que un excesivo déficit público puede conducir a crisis como las de América Latina de los años ochenta o, más en general, como las descritas en los modelos de primera generación; pero si es muy acusada puede tener importantes efectos recesivos (como demuestra la experiencia de muchos países no desarrollados en los años ochenta y noventa). En cualquier caso, muchos países en desarrollo (y los de Asia-3, entre ellos) han llevado a cabo un proceso de estabilización fiscal. Éste incide sobre las entradas de capital, lo que, como ya se ha defendido, puede dar lugar a problemas macroeconómicos y financieros. Con respecto a la política fiscal en respuesta a las entradas de capital y destinada a evitar esos problemas, ésta ha de tener el mismo signo restrictivo que la política fiscal inicial (es decir, que la política de estabilización), para que así pueda contener el crecimiento de la demanda interna en que derivaría el capital entrante. La política fiscal restrictiva en respuesta al capital extranjero, por una parte, reforzaría la confianza de los inversores en la reforma acometida por el gobierno, con lo que podría suponer aún mayores entradas de capital. Y por otra, implicaría que la política fiscal ya no es restrictiva sólo para evitar los déficit públicos, sino también para contener la demanda interna, con lo que la restricción resultante puede ser excesiva. Tan excesiva quizá como para frenar la provisión pública de infraestructuras o de servicios sociales y, por qué no, incluso para frenar el crecimiento y el desarrollo (dado que al efecto recesivo de la estabilización inicial se habría sumado el efecto recesivo de la contracción fiscal en respuesta a las entradas de capital).

La estabilización monetaria, por su parte, también resulta necesaria, de acuerdo con el Consenso de Washington, en la medida en que se ha de lograr una política monetaria independiente y que genere tipos de interés reales positivos aunque moderados. De ahí que en muchos países en desarrollo (como los de Asia-3) se haya llevado a cabo una estabilización monetaria, la cual, como la estabilización fiscal, puede atraer capital extranjero y, por tanto, poner en peligro la estabilidad

macroeconómica y financiera del país en cuestión. La política monetaria en respuesta a las entradas de capital, y a los potenciales problemas que éstas plantean, habrá de tener signo restrictivo: así podrá contener el crecimiento de la base monetaria o de los agregados monetarios que puede derivar de esas entradas de capital. Una de las medidas de política monetaria más habituales para evitar el recalentamiento es la esterilización. La restricción que ésta supone ya no responde sólo al espíritu de la estabilización sino también al de la contención del crédito, lo que puede generar diferenciales de tipos de interés aún más elevados y, por tanto, atraer más capital extranjero, sobre todo volátil, y generar así mayores problemas de recalentamiento y fragilidad financiera. Además, al igual que en el caso de la política fiscal, tanto la estabilización monetaria inicial como la derivada de las entradas de capital pueden tener un efecto recesivo directo sobre la economía en cuestión.

La búsqueda de estabilidad cambiaria, sobre todo para mantener tipos de cambio competitivos, también era uno de los preceptos del Consenso de Washington. Así, muchas economías emergentes (como las de Asia-3) han recurrido, *de iure* o *de facto*, a la imposición de tipos de cambio más o menos fijos (regímenes cambiarios intermedios). La estabilidad del tipo de cambio supone un factor especialmente explicativo de la entrada de capital extranjero en economías emergentes, así como de la proporción, en el total de capital entrante, de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio. La solución de política cambiaria a las entradas de capital, o a los problemas impuestos por las entradas de capital, sería la flexibilización del tipo de cambio o la apreciación nominal de la moneda nacional. El problema es que, si la flexibilización del tipo de cambio o la apreciación nominal no son muy acusadas, éstas no resultan suficientes para desincentivar las entradas de capital o para controlar el crecimiento de las reservas en divisas. Además, si una flexibilización o una apreciación más notables resultan suficientes para el control de las reservas, ello es mediante el deterioro de la competitividad comercial del país en cuestión, con lo que se atenta contra el objetivo inicial de la estabilización cambiaria. Finalmente, dicha flexibilización más notable puede no servir para desincentivar las entradas de capital volátil, en moneda extranjera y no cubierto, dado el problema del pecado original (la desconfianza en el valor de la moneda nacional, sea cual sea el régimen cambiario). En cualquier caso, dado el análisis realizado en el capítulo 5, los regímenes intermedios,

combinados con otras medidas, pueden seguir siendo la mejor opción para los países en desarrollo, si bien sería conveniente evitar el uso de tipos de cambio fijos o semi-fijos respecto de una única divisa (generalmente el dólar), por los que el Consenso de Washington mostraba tanta complacencia.

La apertura comercial es considerada en buena parte de la literatura especializada, y en el seno del Consenso de Washington, como una de las primeras medidas (tras la estabilización macroeconómica) que han de darse en un proceso de reforma estructural. De hecho, el Consenso de Washington ha defendido aperturas comerciales muy estrictas, a pesar de que éstas pueden provocar una avalancha de importaciones y la consiguiente desindustrialización. Así, muchos países en desarrollo, antes cerrados al comercio internacional, han emprendido procesos de apertura; y otros, tradicionalmente más abiertos (como algunos de los estudiados) han proseguido con esos procesos. La apertura comercial puede atraer capital extranjero, con las consecuencias en términos de inestabilidad macroeconómica y financiera que ello conlleva. Como ocurría con las políticas fiscal y monetaria, la forma de evitar con política comercial esos problemas coincide con la política inicial. Es decir, la manera en que se puede combatir el recalentamiento y/o la fragilidad financiera con política comercial es mediante una apertura aún mayor. Esta mayor apertura, por una parte, puede alimentar todavía más la confianza de los inversores extranjeros en la reforma, lo que supondría aún mayores entradas de capital. Por otra, si no viene acompañada de políticas comerciales que favorezcan la exportación (y la diversificación exportadora), aumenta la vulnerabilidad de las economías emergentes a *shocks* comerciales externos. Finalmente, si resultara eficaz en su objetivo de deteriorar el saldo corriente para limitar el crecimiento de las reservas, estaría atentando contra la competitividad comercial, lo cual evitaría el recalentamiento pero no es necesariamente bueno para el crecimiento.

La recapitulación sobre reforma financiera puede separarse en dos cuestiones: la apertura de la cuenta de capital y la desregulación del sistema financiero interno. La apertura financiera, por su parte, también es, de algún modo, una de las recomendaciones del Consenso de Washington, en la medida en que permite la entrada del exceso de ahorro extranjero para compensar la escasez de ahorro nacional.

Así, entre las medidas de ajuste y reforma aplicadas por las economías en desarrollo (como las de Asia-3) se ha encontrado la apertura de la cuenta de capital. Ésta es un factor especialmente importante en la atracción de capital extranjero: sin apertura financiera el capital no puede siquiera entrar. Y por la entrada de capital pueden aparecer problemas macroeconómicos y financieros, como ya se ha explicado. La medida de carácter financiero que se podría aplicar para evitar esos problemas sería los controles de capital a la entrada (es decir, limitaciones a la apertura misma). Éstos se han analizado en el capítulo 5 por ser considerados en este trabajo como una de las medidas potencialmente más eficaces para evitar la aparición de inestabilidades. Aunque por supuesto presentan algunos inconvenientes, cabe todavía confiar en que si se realizara un esfuerzo en su diseño y forma de implantación, y con ayuda de voluntad política, podrían efectivamente cumplir con su propósito.

Con respecto a la desregulación del sistema financiero interno, éste, como la apertura, forma parte de las recetas del Consenso de Washington, con lo que las economías emergentes (como las de Asia-3) suelen incluirla en sus paquetes de reforma. La desregulación del sistema financiero interno puede atraer capital por diversas vías, como se ha estudiado, lo que redundaría, una vez más, en inestabilidad macroeconómica y financiera. Igual que los controles de capital serían la respuesta (el contrapeso) a la apertura financiera y al peligro de inestabilidad que ésta acarrea, la regulación y supervisión del sistema financiero nacional sería la respuesta (el contrapeso) a la desregulación financiera y a sus posibles consecuencias negativas. El principal problema que un sistema de regulación y supervisión plantea no es que sea ineficaz o que genere círculos viciosos, sino más bien que su imposición requiere tiempo y recursos, como se analizó en el capítulo 5. Ello sugiere que sería conveniente que las economías en desarrollo desarrollasen el sistema de regulación y supervisión antes de llevar a cabo la liberalización financiera, como se discute enseguida.

Tras esta recapitulación... ¿cuál es la relación entre la gestión macroeconómica y las crisis? Entendiendo que las crisis pueden producirse por el autocumplimiento de expectativas de los agentes privados, dado un deterioro (que no tiene por qué ser muy importante) de cualesquier parámetros fundamentales de la economía, la gestión macroeconómica efectivamente coadyuva a que las crisis sean posibles, en la medida en

que permite o facilita la aparición de inestabilidad macroeconómica y financiera a través de su incidencia en las entradas de capital y de su relativa incapacidad para evitar las consecuencias de éstas. ¿Qué se puede hacer con la política económica para ayudar a evitar el estallido de crisis financieras? A la vista de todo lo anterior, la respuesta es que se puede hacer muy poco: las políticas iniciales tienen, de acuerdo con el Consenso de Washington (o, más en general, de acuerdo con el paradigma económico dominante), diversas ventajas, con lo que los gobiernos seguirán utilizándolas, a pesar de sus consecuencias en términos de atracción excesiva de capital de “mala calidad”; y las políticas de respuesta a las entradas de capital tienen numerosos inconvenientes. Desde un punto de vista aún más escéptico podría decirse que no se puede hacer nada: si el deterioro que permite el autocumplimiento de las expectativas es muy pequeño (si no hace falta que los problemas sean muy graves para que se dé una crisis), será muy difícil que los gobiernos, ni siquiera con flexibilización del tipo de cambio o con controles o con regulación, eviten la aparición de problemas suficientes como para que los agentes extranjeros puedan atacar exitosamente la moneda y/o el sistema financiero nacionales: “(...) los gobiernos no han sido despojados de toda autonomía, pero su margen de error puede haberse reducido” (Kahler, 1998, pág. 20).

Efectivamente, incluso las políticas de respuesta a las entradas de capital que aquí se han considerado potencialmente más eficaces presentan inconvenientes si ya está entrando una gran cantidad de capital extranjero, y sobre todo si éste volátil, en moneda extranjera y no cubierto. Por ejemplo, resulta difícil que se produzca la flexibilización del tipo de cambio (dada la frecuente ausencia de cláusulas de escape de los tipos fijos), o que ésta reduzca las entradas de capital y altere su composición, o que no genere problemas de competitividad comercial. Asimismo, si existen fuertes incentivos a la entrada de capital extranjero, los controles de capital corren más riesgo de no ser eficaces. Y la lentitud de la implantación de la regulación y la supervisión las torna insuficientes dada la velocidad a la que el capital extranjero puede moverse. Además, las políticas de respuesta a las entradas de capital no sólo son difíciles de aplicar con éxito, sino que también son infrecuentes o, al menos, más infrecuentes que las políticas para hacer frente a las salidas de capital. Pareciera que mientras que los gobiernos se sienten muy presionados a realizar ajustes cuando están saliendo los

capitales y se están perdiendo reservas, no se sienten tan presionados cuando los capitales están entrando y se están acumulando reservas.

La dificultad de usar con éxito políticas en respuesta a las entradas de capital sugiere que quizá la solución, la forma de evitar inestabilidades, se encuentre en el principio del proceso, en las primeras políticas económicas que funcionan como factores *pull* del capital extranjero y que permiten o incluso propician que éste sea volátil, en moneda extranjera y no cubierto del riesgo de cambio. Por supuesto no se va a defender aquí que los países en desarrollo no deban llevar a cabo una cierta estabilización fiscal, monetaria y cambiaria, ni que mantengan totalmente cerrada su cuenta corriente y su cuenta de capital. O, lo que es lo mismo, no se va a defender aquí que todas estas medidas de corte neoliberal no presentan ninguna ventaja, ni que las entradas de capital que promueven sólo tienen inconvenientes. Pero sí que hay que repensar cómo llevar a cabo esos procesos de reforma y ajuste estructural para minimizar sus consecuencias negativas y maximizar sus efectos positivos (en términos de crecimiento y desarrollo, desde luego, pero también de estabilidad financiera). Por ejemplo, es necesario repensar la necesidad de que una cierta flexibilidad del tipo de cambio (no necesariamente la flotación), el uso de controles y la implantación de un sistema de regulación y supervisión formen parte de los paquetes de reforma y no sólo se conciban como la respuesta apresurada a los problemas que la misma reforma, y las consiguientes entradas de capital, plantean.

Un segundo asunto que merece unas líneas más en esta conclusión, y sobre el que ya se apuntó algo en la introducción del trabajo, es el de quién tiene la “culpa” de que ocurran crisis financieras: ¿los gobiernos nacionales porque sus políticas difícilmente evitan, si no propician, la inestabilidad macroeconómica y financiera? ¿el funcionamiento del sistema financiero internacional que permite y promueve los movimientos de capital hacia y desde las economías emergentes? ¿los dos? o ¿ninguno? Ya se señaló que en ningún momento se ha pretendido culpar a los gobiernos de llevar a cabo (o de haber llevado a cabo en el caso de Asia-3) una gestión económica tan “mala” como para haber generado por sí misma una crisis financiera. De hecho, esa política económica habría sido distinta y habría tenido distintas

consecuencias sin el contexto internacional concreto en el que se produjeron. Así, se puede considerar lo siguiente.

1. El hecho de que los gobiernos de los países en desarrollo, en general, y de los asiáticos, en particular, hayan llevado a cabo las reformas estructurales de la forma en que lo han hecho (i.e. permitiendo las entradas de capital indiscriminadamente) responde en buena medida a las recomendaciones –o incluso presiones– de organismos internacionales (como el FMI) y gobiernos occidentales, a las ideas compendiadas en el Consenso de Washington, al funcionamiento del sistema económico internacional o, si se quiere, al mismo paradigma económico dominante. Por ello, no se puede hacer a los gobiernos plenamente responsables de esas reformas estructurales.
2. No son las políticas nacionales las que derivan directamente en el deterioro de los parámetros fundamentales (como lo fueron en América Latina en los ochenta o como lo son en los modelos de primera generación) sino que son las entradas de capital las que acarrearán ese deterioro. Y las entradas de capital, si bien están influidas por la política económica, dependen también de los factores *push* repasados en este trabajo (entre los que se cuentan cambios institucionales y de regulación que fomentan los movimientos de capital y la liquidez de éste); así como de cuestiones de información y comportamiento de los agentes (i.e. *herding*) que hacen que las entradas de capital en las economías emergentes superen lo que sería proporcional a los cambios (reales o esperados) de rentabilidad/riesgo.
3. La dificultad de gestionar las entradas de capital para que no redunden en problemas de inestabilidad deriva, en parte, de la misma integración en la economía internacional y del funcionamiento mismo del sistema financiero internacional. La globalización financiera y el consiguiente incremento de la movilidad y liquidez del capital, de la volatilidad y la incertidumbre, del poder de mercado de los agentes financieros internacionales (Olivie, 2002)... todo ello explica, al menos en parte, la dificultad de evitar los inconvenientes de las entradas de capital con medidas de política económica.
4. La crisis financiera misma, posibilitada por los “errores” de política económica, también está posibilitada por esas características del sistema financiero internacional: movilidad y liquidez del capital, asimetría de la información, etc.,

pero sobre todo por el poder de mercado de los agentes financieros internacionales (como los fondos de inversión colectiva).

Así pues, repítase aquí que si los gobiernos son culpables, también lo es el contexto de globalización financiera en el que operan. De ahí que la discusión entre si es el deterioro de los parámetros fundamentales (generado por “errores” de los gobiernos) o el pánico financiero (generado por el funcionamiento del sistema financiero internacional) la principal causa de las crisis en economías emergentes –o de las de Asia oriental, en particular– no tenga demasiado sentido; y si sigue existiendo es, en parte, a que se basa en percepciones altamente ideológicas de la realidad de las crisis financieras. Una larga cita de Wade ilustra bien cómo todos los agentes pueden ser culpables y cómo cada uno echará la culpa a los demás: “Sería entretenido dibujarlas [las explicaciones sobre las causas de las crisis] en una matriz con ‘actores culpables’ en un eje y ‘acciones culpables’ en el otro. Incluso la lista más parcial incluiría: el FMI (austeridad excesiva, demasiado énfasis en las reformas estructurales como condición de la financiación, deseo de rescatar a los prestamistas internacionales); el gobierno de EE.UU. (demasiada presión en pro de la liberalización financiera, contribución insuficiente a los fondos de rescate); el gobierno japonés (estímulo de demanda interna insuficiente, contribución insuficiente a los fondos de rescate); los gobiernos regionales, colectiva e individualmente (corrupción, colusión, nepotismo, mercados distorsionados, poca democracia, *crony capitalism*, escasez de cooperación regional); los bancos, nacionales y extranjeros (demasiada confianza en las anclas, valores ‘panglossianos’, pánico); los inversores, nacionales y extranjeros (ídem); las compañías nacionales (endeudamiento imprudente, análisis de inversiones descuidado, prácticas contables oscuras); e incluso ‘la globalización’, con su responsabilidad flotante. (...). Por lo general, los principales actores externos culpan a los actores regionales, los gobiernos de la región culpan a los de fuera, y las poblaciones nacionales culpan a todos menos a sí mismos” (Wade, 1998, pág. 2).

Una tercera cuestión que merece tratarse en esta conclusión es algo relacionado tanto con los vínculos entre política económica y crisis financieras, como con la falsa dicotomía entre los gobiernos o el mercado financiero internacional como responsables de las crisis. Se trata de la utilidad parcial de los modelos de crisis contingentes para



explicar crisis financieras, en general, y las asiáticas, en particular. Estos modelos, en particular los modelos de segunda generación, han sido de utilidad para sostener el enfoque nacional, pero contextualizado en lo internacional, de este trabajo. Dicho de otro modo, los modelos de segunda generación han permitido vincular la gestión económica con las crisis financieras, sin responsabilizar a los gobiernos nacionales en exclusiva: la política económica favorece —a través de las entradas de capital— o no es capaz de impedir el deterioro de ciertos parámetros fundamentales; y ese deterioro posibilita una crisis por autocumplimiento de expectativas (una crisis que es contingente, que depende de acontecimientos del mercado financiero internacional no endógenos a este trabajo ni a los modelos mismos). De esta forma, los modelos de segunda generación, además de dar soporte al punto de vista de este trabajo, facilitan la ruptura del debate sobre quién es el culpable de las crisis.

Así pues, la contingencia de las crisis en los modelos teóricos es una ventaja en términos de la perspectiva nacional pero contextualizada en lo internacional de este trabajo, así como en términos de realismo (recuérdese que en este trabajo se ha defendido que las crisis no son inevitables ni predecibles). No obstante, la contingencia de las crisis es también un serio inconveniente de cualquier explicación de crisis financieras que considere como exógeno el cambio de expectativas que, en última instancia, provoca la crisis; y, por tanto, es un serio inconveniente (como también se ha discutido con anterioridad) de los modelos de segunda generación, en general, y de la explicación que se ha dado en este trabajo de las crisis de Asia oriental, en particular. Recuérdese que si la contingencia es un inconveniente es porque hace que los análisis teóricos que la incorporan sean demasiado indeterminados: los análisis de este tipo pueden ofrecer explicaciones de los mecanismos por los que se generan las crisis, pero no tanto explicaciones completas de sus causas, con lo que si va a ocurrir una crisis o no, dados ciertos problemas internos, queda indeterminado. Ante este inconveniente de las explicaciones en las que las crisis son contingentes, surge la pregunta de si se puede hacer endógeno el cambio de expectativas para reducir la indeterminación de tales explicaciones. En otras palabras, surge la cuestión de si se puede saber qué es lo que súbitamente reduce la confianza de los inversores extranjeros en la determinación del gobierno de mantener el tipo de cambio o de proteger con sus garantías al sistema financiero nacional. Son muchas las variables que afectan a esa

determinación del gobierno y éstas, además, pueden cambiar en el tiempo y en el espacio. Así, si ya es difícil discernir qué determina la voluntad del gobierno, más difícil aún será discernir qué factores determinan la confianza de los inversores internacionales en la voluntad del gobierno. El hecho de que en las agencias de inversiones se suela decir que “el miedo es libre” sugiere que, efectivamente, cualquier cosa (o casi cualquier cosa) puede generar ese miedo, esa pérdida repentina de confianza.

Otra forma (distinta a hacer endógenas las expectativas) de reducir la indeterminación de las explicaciones de crisis en las que éstas son contingentes sería mediante el conocimiento de qué circunstancias pueden hacer que una crisis, que sería contingente en el marco de segunda generación, sea inevitable o casi inevitable, dado un mismo deterioro de los parámetros fundamentales. El modelo de Morris y Shin (1997) hace precisamente esto: explicar cómo ciertas características de los mercados financieros internacionales (una gran cantidad de capital volátil en circulación y un bajo coste de especulación) hacen que la crisis sea el único equilibrio posible para un deterioro de parámetros fundamentales que, sin esas características internacionales, no habría implicado necesariamente la crisis. Esta vía de investigación resulta especialmente interesante en el sentido de que no hace más que insistir en el intento de contextualizar en lo internacional las cuestiones nacionales y de política económica; y en el sentido de que la desaparición de la indeterminación surge precisamente de esa contextualización y no sólo del deterioro de los parámetros fundamentales (como ocurría en los modelos de primera generación).

Una última forma en que se podría reducir la indeterminación de los modelos de crisis financieras sería el estudio de cómo de deteriorados tienen que estar los parámetros fundamentales para que la crisis no sea sólo posible, sino casi inevitable. Es decir, el estudio de cuánto de “malos” tienen que ser los parámetros fundamentales para que una explicación del tipo de los modelos de primera generación sea más apropiada que una explicación del tipo de los de segunda generación (en la terminología de estos últimos: el estudio de cómo conocer los extremos de la zona de crisis). Por ejemplo, ¿cuándo deja de ser sostenible un déficit corriente? ¿cuándo dejan las instituciones financieras de tener problemas de liquidez para pasar a ser

insolventes? En los casos en que los déficit corrientes son insostenibles o en que las instituciones financieras son insolventes, se podría considerar que los ataques especulativos de los agentes financieros no causan una crisis, sino que tan sólo la adelantan (como en los modelos de primera generación). El problema de esta forma de deshacer la indeterminación de los modelos de crisis contingentes es, por una parte, que sólo la desharán en los casos en los que los parámetros financieros sean muy “malos”, pero seguirá habiendo muchas crisis no explicables con teorías de crisis inevitables. Por otra parte, esta vía de estudio plantea el problema de que ni siquiera es fácil que los especialistas se pongan de acuerdo sobre en qué momento una economía está en el borde de la zona de crisis, esto es, sobre si el déficit corriente o los problemas financieros de tal o cual país son efectivamente insostenibles o no (de hecho, se ha discutido para Asia oriental si sus déficit corrientes eran sostenibles, sin que se alcanzara ningún consenso). Así, ni siquiera son fácilmente reconocibles los casos más próximos a padecer una crisis inevitablemente.

Del análisis realizado en todo este trabajo, así como del resumen y reflexiones que acaban de exponerse, se extrae que todavía queda mucho por investigar al respecto de la capacidad de la política económica de evitar las entradas excesivas de capital, la “mala calidad” del mismo, o sus consecuencias negativas. También se extrae que queda mucho por conocer de las causas que provocan las crisis financieras y de la manera de prevenirlas.

Primero, existe una carencia notable de estudios teóricos exhaustivos sobre los factores explicativos de las entradas de capital en economías emergentes. Si bien la literatura empírica sobre factores *push* y *pull* es muy abundante, la teórica no lo es tanto y, de hecho, está habitualmente poco formalizada y consiste más bien en argumentos dispersos sobre porqué uno u otro factor es determinante del volumen y/o la composición del capital entrante. Los estudios no sólo son poco exhaustivos o sistemáticos, por lo general, sino que además no suelen tener en cuenta que los dos tipos de factores pueden convivir y que unos y otros pueden afectar a distintas características del capital. En otras palabras: en la literatura teórica no se suele analizar la compatibilidad y las interacciones entre factores *push* y *pull*. Es más, cabe considerar que es necesario que se supere la percepción de que el debate sobre la importancia

relativa de unos y otros factores es necesario para determinar el grado de vulnerabilidad de las economías emergentes a padecer retiradas repentinas del capital. Las retiradas repentinas de capital (que, si son de suficiente magnitud, son crisis financieras) no se deben necesariamente a que las condiciones de rentabilidad y riesgo del mundo desarrollado se tornen relativamente más ventajosas, sino que pueden deberse a un sinfín de otros acontecimientos. Dicho de otra manera: las fuentes de la vulnerabilidad de las economías emergentes a padecer una crisis financiera son muy diversas y no pueden encontrarse sólo en la capacidad explicativa de los factores *push*. Finalmente, sobre la abundante literatura empírica sobre factores *push* y *pull*, conviene recordar que no alcanza ningún consenso al respecto de la importancia relativa de unos y otros. Esto ocurre —la falta de consenso— con la mayoría de los estudios empíricos revisados en este trabajo; y se debe, como ya se ha dicho, a la falta de homogeneidad de dichos estudios.

Las teorías sobre las consecuencias de las políticas de respuesta a las entradas de capital no son, por lo general, demasiado formales, aunque sí son más exhaustivas que las que tratan los factores explicativos de las entradas de capital. En cualquier caso, y como ya se ha apuntado, no suelen evaluar combinaciones de política económica, sino políticas económicas aisladas. Por ello, es difícil extraer recomendaciones de política económica de esos estudios. Sí se extrae cuáles son las ventajas e inconvenientes de unas y otras políticas, pero no tanto qué paquete concreto de política debería aplicar un país con estas u otras características. Puede que la literatura teórica al respecto no deba intentar proveer de una lista cerrada de medidas para cada tipo de economía receptora de capital, igual que no se debería recomendar el mismo programa de ajuste para cada país en desarrollo, pero sí podría intentar ofrecer algo más que simples enumeraciones de ventajas e inconvenientes de cada política. Por otra parte, desde un punto de vista empírico, queda mucho por estudiar sobre técnicas que permitan determinar las consecuencias de unas y otras políticas por separado. Sólo así se podría resolver la falta de consenso que existe sobre si pesan más las ventajas o los inconvenientes de cada una de las políticas que pueden utilizarse en respuesta a las entradas de capital.

Otra incógnita, suscitada por el análisis de las políticas económicas en las economías emergentes, tanto de las iniciales como de las de respuesta a las entradas de capital, es si las políticas recomendadas por el Consenso de Washington son las más adecuadas, ya no en términos de crecimiento y desarrollo, sino de estabilidad financiera. A la vista de lo difícil que resulta dar con una combinación de políticas de respuesta a las entradas de capital que minimice los inconvenientes de éstas, cabe repensar, como ya se ha comentado, la posibilidad de modelar las políticas iniciales de ajuste para que no supongan cantidades excesivas de capital entrante o que éste sea volátil, denominado en moneda extranjero y no cubierto del riesgo de cambio. Cabe, pues, repensar el mismo Consenso de Washington, en la vía en la que ya ha comenzado a hacerlo, por ejemplo, Stiglitz (1998), siendo de especial importancia reconsiderar las bondades de la apertura total de la cuenta de capital (el uso de controles de capital), la necesidad de no desregular sin “re-regular” previamente, y la elección adecuada de régimen cambiario. Cabe también repensar cuestiones de cómo secuenciar la reforma estructural: hasta ahora se ha estudiado, sobre todo, cómo antes de la reforma financiera ha de venir la estabilización macroeconómica y la apertura comercial; ahora hay que cuestionarse, además, la secuencia y ritmo de la reforma financiera misma (cómo integrar el uso de controles en esa reforma o cómo dar tiempo a la implantación de una regulación y supervisión sólidas).

Una cuestión a la que este trabajo no se ha dedicado es a qué ocurre cuando las entradas de capital y su composición no responden a un proceso de reforma estructural. De hecho, puede ser que un país padezca una crisis financiera tras un proceso de entradas de capital, pero que haya llevado a cabo su proceso de reforma y ajuste mucho tiempo atrás, de forma que esas entradas de capital nada tienen que ver con dicho proceso. En esos casos, en los casos en los que la reforma ya está hecha, repensar los consejos del Consenso de Washington en materia de ajuste y reforma no servirá de mucho. Por tanto, se diseñen mejor o no las políticas de ajuste, hay que persistir en el estudio de cómo hacer frente a las entradas masivas de capital; o en el estudio de los demás factores explicativos de dichas entradas, para así saber cómo evitar que éstas se produzcan en exceso y en formas no deseables.

En otro orden de cosas, sobre las carencias de los modelos teóricos sobre crisis financieras ya se ha discutido bastante: la falta de realismo y el determinismo excesivo de los modelos de primera generación; la ausencia excesiva de determinismo de los de segunda generación y de los demás modelos con crisis contingentes (modelos de pánico financiero, por ejemplo); el alejamiento del problema de optimización gubernamental de los denominados modelos de tercera generación (incluidos en este trabajo entre los de segunda); etc. Todos estos problemas ponen de manifiesto que, aunque hasta ahora la literatura teórica sobre crisis financieras ha sido prolija y abundante, es necesario que se den nuevos pasos adelante. No se pretende aquí sugerir cómo deben ser los nuevos modelos de crisis financieras, pero sí que cabe considerar que no tiene mucho sentido investigar en la vía de los modelos de primera generación, aunque se sustituyan los viejos “errores” de política económica por otros nuevos; sino que más bien se debe investigar en la vía de la incorporación en los modelos de variables propias del sistema financiero internacional (como más o menos hacen Morris y Shin, 1997 o Schneider y Tornell, 2000, por ejemplo), sin que por ello se olvide el papel que pueden desempeñar los factores nacionales —como las políticas nacionales (reales o esperadas) y el deterioro de los parámetros fundamentales— en la generación de las crisis. Al respecto de los estudios sobre crisis financieras desde un punto de vista empírico, cabe señalar que los análisis de crisis concretas son, por lo general, más esclarecedores de cómo se generan éstas o, incluso, de cómo prevenirlas que los estudios empíricos que tratan de generalizar sobre las causas y mecanismos de las crisis (estudios econométricos, por lo general). De hecho, todavía no se han encontrado sistemas de alerta —por no decir indicadores de predicción— suficientemente eficaces.

Finalmente, se ha de recordar que este trabajo se ha realizado desde una perspectiva nacional, con el ánimo de analizar la relación entre la política económica y las crisis financieras, a través de las entradas de capital y sus consecuencias. El objetivo de tal análisis sería ver si los gobiernos nacionales pueden reducir la probabilidad de que ocurran crisis financieras, pero sin considerar en ningún momento que los gobiernos pueden evitarlas por sí solos. El hecho mismo de que las crisis acontezcan en mercados financieros internacionales, o la participación de agentes no nacionales en su estallido (y en su gestación desde las entradas de capital), sugiere la imposibilidad de que la política económica nacional baste para evitar las crisis. Así pues, sin perjuicio

de que los gobiernos nacionales tengan aún algún pequeño margen de maniobra (por ejemplo, el uso de controles de capital o el refuerzo de la regulación) para reducir la probabilidad de que se produzcan crisis, también será necesario modificar (más o menos radicalmente, esto sería otra cuestión a estudiar) ese contexto internacional en el que los gobiernos operan, ese funcionamiento de los mercados financieros internacionales.

Sin caer en un excesivo pesimismo, se puede afirmar que las modificaciones del funcionamiento del sistema financiero internacional, las medidas supranacionales para evitar las crisis, tardarán en llegar (si es que llegan en algún momento). Pero al menos hay cada vez más voces de especialistas en contra de los planteamientos más ortodoxos sobre las crisis financieras, en contra de la idea de que los gobiernos —u otros agentes nacionales— son culpables de las mismas en solitario; voces que cuestionan las bondades de la globalización financiera, del funcionamiento de los mercados... También hay voces de no especialistas, cada vez más preocupados por el funcionamiento de la economía internacional, por los planteamientos ortodoxos de los que éste ha emanado. Así que algo está cambiando en el ámbito académico y algo está cambiando en el ámbito social. Hay que tener esperanza de que no ocurran muchas más crisis financieras antes de que esos cambios puedan materializarse en un nuevo contexto internacional. Un nuevo contexto donde los gobernantes puedan dejar de competir por la recepción de capital y dejar de regirse por la necesidad de mantener la estabilidad financiera, y donde puedan preocuparse por el crecimiento y el desarrollo de sus naciones.

## BIBLIOGRAFÍA

ABDUSALAMOV, Muhammad Ali y Manuel F. MONTES (1998): "Indonesia: Reaping the Market", en JOMO, Kwame Sundaram (comp.): *Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Zed Books Ltd., Londres, pp. 162-180.

ABEYSINGHE, Tilak (2001): "Thai Meltdown and Transmission of Recession within ASEAN4 and NIE4", en CLAESSENS, Stijn y Kristin J. FORBES (comps.): *International Financial Contagion*, Kluwer Academic Publishers, Boston, pp. 225-240.

AGÉNOR, Pierre-Richard, Jagdeep S. BHANDARI y Robert P. FLOOD (1992): "Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises", *IMF Staff Papers*, vol. 39, nº 2, junio, pp. 357-394.

AGÜERA, José Manuel y Jorge GARCÍA-ARIAS (2000): "Distorsiones del sistema financiero internacional. Un impuesto sobre las transacciones financieras en divisas como alternativa", *Revista de Economía Mundial*, nº 2, junio, pp. 9-39.

AHLUWALIA, Pavan (2000): "Discriminating Contagion: An Alternative Explanation of Contagious Currency Crises in Emerging Markets", Working Paper 00/14, FMI, febrero.

ALAVI, Rokiah (1996): *Industrialisation in Malaysia: Import Substitution and Infant Industry Performance*, Routledge, Londres.

ALBA, Pedro, Amar BHATTACHARYA, Stijn CLAESSENS, Swati GHOSH y Leonardo HERNÁNDEZ (1998): "Volatility and Contagion in a Financially Integrated World: Lessons from East Asia's Recent Experience", Policy Research Working Paper WPS 2008, Banco Mundial, noviembre.

ALBA, Pedro, Leonardo HERNÁNDEZ y Daniela KLINGEBIEL (1999): "Financial Liberalization and the Capital Account: Thailand 1988-1997", Policy Research Working Paper WPS 2188, Banco Mundial, septiembre.

AMSDEN, Alice H. (1989): *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*, Oxford University Press, Nueva York.

ARIYOSHI, Akira, Jorge Iván CANALES-KRILJENKO, Karl HABERMEIER, Andrei KIRILENKO, Bernard LAURENS e Inci ÖTKER-ROBE (2000): "Capital Controls: Country Experience with Their Use and Liberalization", Occasional Paper nº 190, FMI, mayo.

ATHUKORALA, Prema-chandra y Jayant MENON (1999): "Outward Orientation and Economic Development in Malaysia", *The World Economy*, vol. 22, nº 8, noviembre, pp. 1119-1139.

AZIZ, Jahangir y Francesco CARAMAZZA (1998): "Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s", Economic Issue nº 13, FMI, abril.

BAIG, Taimur e Ilan GOLDFAJN (1998): "Financial Market Contagion in the Asian Crisis", Working Paper 98/155, FMI, noviembre.



BANCO DE JAPÓN (1990): "Financial Reform in Asian Economies", Special Paper n° 189, Research and Statistics Department, Banco de Japón, mayo.

BANCO MUNDIAL (1993): *The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press, Nueva York.

BANCO MUNDIAL (1997): *Private Capital Flows to Developing Countries. The Road to Financial Integration*, A World Bank Policy Research Report, Oxford University Press, Nueva York.

BANCO MUNDIAL (1998): *East Asia: The Road to Recovery*, Banco Mundial, Washington D.C.

BANCO MUNDIAL (1999): *Global Development Finance*, Banco Mundial, Washington D.C.

BANERJEE, Abhijit V. (1992): "A Simple Model of Herd Behavior", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CVII, n° 3, agosto, pp. 797-817.

BARTOLINI, Leonardo y Allan DRAZEN (1997): "Capital Account Liberalization as a Signal", Working Paper n° 5725, National Bureau of Economic Research, julio.

BAoD (1992): *Asian Development Outlook 1992*, Oxford University Press, Nueva York.

BAoD (1993): *Asian Development Outlook 1993*, Oxford University Press, Nueva York.

BAoD (1995/96): *Asian Development Outlook 1995 and 1996*, Oxford University Press, Nueva York.

BAoD (1999): *Asian Development Outlook 1999*, Banco Asiático de Desarrollo, Manila.

BEESON, Mark y Andrew ROSSER (1998): "The East Asian Economic Crisis: A Brief Overview of the Facts, the Issues and the Future", Working Paper n° 86, Asia Research Centre on Social, Political and Economic Change in Asia, Murdoch University, junio.

BELLO, Walden (1997): "Addicted to Capital: The Ten-Year High and Present-Day Withdrawal Trauma of Southeast Asia's Economies", Commentary and Analysis, Focus on the Global South, noviembre.

BELLO, Walden, Nicola BULLARD y Kamal MALHOTRA (1998): "Taming the Tigers: The IMF and the Asian Crisis", en JOMO, Kwame Sundaram (comp.): *Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Zed Books Ltd., Londres, pp. 85-136.

BENNETT, Adam, Maria CARKOVIC, Robert KAHN y Susan SCHADLER (1993): "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows", Occasional Paper n° 108, FMI, diciembre.

BENSAID, Bernard y Olivier JEANNE (1997): "The Instability of Fixed Exchange Rate Systems when Raising the Nominal Interest Rate Is Costly", *European Economic Review*, vol. 41, n° 8, agosto, pp. 1461-1478.

BERZOSA, Carlos (1991): *Los nuevos competidores internacionales. Hacia un cambio en la estructura industrial mundial*, Ediciones de las Ciencias Sociales, Madrid.

BHAGWATI, Jagdish N. (1973): "The Theory of Immiserizing Growth: Further Applications", en CONNOLLY, Michael B. y Alexander K. SWOBODA (comps.): *International Trade and Money*, University of Toronto Press, Toronto, pp. 45-54.

BHATTACHARYA, Amar y Joseph E. STIGLITZ (1999): "Underpinnings for a Stable and Equitable Global Financial System. From Old Debates to a New Paradigm", documento presentado en *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Banco Mundial, Washington D.C., 28-30 de abril (reproducido en PLESKOVIC, Boris y Joseph E. STIGLITZ (comps.) (2000): *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Banco Mundial, Washington D.C., pp. 91-130).

BIKHCHANDANI, Sushil, David HIRSHLEIFER e Ivo WELCH (1992): "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades", *Journal of Political Economy*, vol. 100, n° 5, octubre, pp. 992-1026.

BISIGNANO, Joseph (1999): "Precarious Credit Equilibria: Reflections on the Asian Financial Crisis", Working Paper n° 64, Banco de Pagos Internacionales, marzo.

BLACKBURN, Keith y Martin SOLA (1993): "Speculative Currency Attacks and Balance of Payments Crises", *Journal of Economic Surveys*, vol. 7, n° 2, junio, pp. 119- 144.

BPI (varios años): *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, Banco de Pagos Internacionales, publicación periódica consultada en Internet.

BROWNBRIDGE, Martin y Colin KIRKPATRICK (2000): "Financial Regulation in Developing Countries", Working Paper n° 12, Finance and Development Research Programme, Institute for Development Policy and Management, University of Manchester, enero.

BURNSIDE, Craig, Martin EICHENBAUM y Sergio REBELO (1998): "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis", Working Paper 1998-5, Research Department, Federal Reserve Bank of Chicago, noviembre.

BUSTELO, Pablo (1994): "El Japón y los dragones: un nuevo polo de prosperidad en Asia oriental", en BERZOSA, Carlos (comp.): *La economía mundial en los años 90. Tendencias y desafíos*, FUHEM-Icaria, Madrid, pp. 335-362.

BUSTELO, Pablo (1998): "La protección del mercado interior en las nuevas economías industriales: una comparación de Corea del Sur y Taiwán con Brasil y México", en MONETA, Carlos J. y Gerardo O. NOTO (comps.): *Dragones, tigres y jaguares. Relaciones América Latina/Asia-Pacífico. Más allá de la crisis*, Instituto de Relaciones Internacionales de Asia-Pacífico, Ediciones Corregidor, Buenos Aires, pp. 137-150.

BUSTELO, Pablo (2000a): "La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional: progresos y propuestas", *Boletín Económico de Información Comercial Española*, n° 2642, febrero, pp. 25-33.

BUSTELO, Pablo (2000b): "Las peculiaridades de Asia oriental: desarrollo económico, crisis financieras y perspectivas en el siglo XXI", en SIP (comps.): *Asia, escenario de los desequilibrios mundiales*, Seminario de Investigación para la Paz, Zaragoza, pp. 71-98.

BUSTELO, Pablo, Clara GARCÍA e Iliana OLIVIÉ (2000): *Crisis financieras en economías emergentes: enseñanzas de Asia oriental*, Agencia Española de Cooperación Internacional, Ediciones Cooperación al Desarrollo, Madrid.

BYEON, Yangho, David ROBINSON, Ranjit TEJA y Wanda TSENG (1991): "Thailand: Adjusting to Success. Current Policy Issues", Occasional Paper n° 85, FMI, septiembre.

CALVO, Guillermo A. (1990): "The Perils of Sterilization", Working Paper 90/13, FMI, marzo.

CALVO, Guillermo A. (1998a): "Varieties of Capital-Market Crises", en CALVO, Guillermo A. y Mervyn A. KING (comps.): *The Debt Burden and Its Consequences for Monetary Policy*, MacMillan, Londres, pp. 181-202.

CALVO, Guillermo A. (1998b): "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", Department of Economics, University of Maryland, mimeo., julio.

CALVO, Guillermo A. (2000): "Balance of Payments Crises in Emerging Markets. Large Capital Inflows and Sovereign Governments", en KRUGMAN, Paul (comp.): *Currency Crises*, University of Chicago Press, Chicago, Illinois, pp. 71-104.

CALVO, Guillermo A., Leonardo LEIDERMAN y Carmen M. REINHART (1992): "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", Working Paper 92/62, FMI, agosto.

CALVO, Guillermo A., Leonardo LEIDERMAN y Carmen M. REINHART (1993): "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", Paper on Policy Analysis and Assessments PPAA/93/10, FMI, agosto.

CALVO, Guillermo A. y Enrique G. MENDOZA (1997): "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets", Discussion Paper n° 120, Federal Reserve Bank of Minneapolis, agosto.

CALVO, Guillermo A. y Carmen M. REINHART (1999): "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization", *Finance & Development*, vol. 36, n° 2, septiembre (existe traducción en castellano).

CALVO, Guillermo A. y Carmen M. REINHART (2000): "Fear of Floating", Working Paper n° 7993, National Bureau of Economic Research, noviembre.

CALVO, Sara y Carmen M. REINHART (1995): "Capital Flows to Latin America: Is there Evidence of Contagion Effects?", documento presentado en *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Institute for International Economics, Österreichische Nationalbank, Viena, 7-9 de septiembre.

CAPRIO, Gerard Jr. (1996): "Bank Regulation. The Case of the Missing Model", Policy Research Working Paper WPS 1574, Banco Mundial, enero.

CAPRIO, Gerard Jr. (1998): "Banking on Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises", Policy Research Working Paper WPS 1979, Banco Mundial, septiembre.

CARAMAZZA, Francesco, Luca RICCI y Ranil SALGADO (2000): "Trade and Financial Contagion in Currency Crises", Working Paper 00/55, FMI, marzo.

CARR, Edward Hallett (1961): *What Is History?*, Penguin, Harmondsworth (traducción en castellano en Seix Barral, Barcelona, 1978).

CASSARD, Marcel, David FOLKERTS-LANDAU, Victor K. NG, Carmen M. REINHART, Garry J. SCHINASI y Michael G. SPENCER (1995): "Effects of Capital Flows on the Domestic Financial Sectors in APEC Developing Countries", en KHAN, Mohsin S. y Carmen M. REINHART (comps.): "Capital Flows in the APEC Region", Occasional Paper n° 122, FMI, marzo, pp. 31-57.

CESPAP (1998): *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 1998*, Comisión Económica y Social para Asia y Pacífico, Naciones Unidas, Nueva York.

CHANG, Roberto y Andrés VELASCO (1998a): "Financial Fragility and the Exchange Rate Regime", Working Paper n° 6469, National Bureau of Economic Research, marzo.

CHANG, Roberto y Andrés VELASCO (1998b): "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model", Working Paper 98-10, Federal Reserve Bank of Atlanta, julio.

CHAPONNIÈRE, Jean-Raphaël (1995): "Tailandia, ¿un nuevo tigre?", *Revista de Estudios Asiáticos*, n° 1, julio-diciembre, pp. 79-98.

CHARI, V. V. y Ravi JAGANNATHAN (1988): "Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium", *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, julio, pp. 749-761.

CHINN, Menzie D. (1998): "Before the Fall: Were East Asian Currencies Overvalued?", Working Paper n° 6491, National Bureau of Economic Research, abril.

CHOE, Hyuk, Bong-Chan KHO y Rene M. STULZ (1998): "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997", Working Paper n° 6661, National Bureau of Economic Research, julio.

CHOWDHURY, Abdur R. (1999): "The Asian Currency Crisis: Origins, Lessons, and Future Outlook", Research for Action Working Paper n° 47, UNU-WIDER, febrero.

CHUHAN, Punam, Stijn CLAESSENS y Nlandu MAMINGI (1993): "Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factors", Policy Research Working Paper WPS 1160, Banco Mundial, julio.

COLE, Harold L. y Timothy J. KEHOE (1996): "A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis", *Journal of International Economics*, vol. 41, n° 3-4, diciembre, pp. 309-330.

COLE, Harold L. y Timothy J. KEHOE (1998): "Self-Fulfilling Debt Crises", Staff Report n° 211, Research Department, Federal Reserve Bank of Minneapolis, julio.

CONNOLLY, Michael B. y Dean TAYLOR (1984): "The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, n° 2, mayo, pp. 194-207.

COOPER, Richard N. (1999): "Should Capital Controls Be Banished?", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 89-141.

COOPER, Richard N. y Jeffrey D. SACHS (1985): "Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective", en CUDDINGTON, John T. y Gordon W. SMITH (comps.): *International Debt and the Developing Countries*, Banco Mundial, Washington D.C., pp. 21-60.

CORBETT, Jenny y David VINES (1998): "The Asian Crisis: Competing Explanations", Working Paper 1998-12, Center for Economic Policy Analysis, New School University, julio.

CORBETT, Jenny y David VINES (1999): "The Asian Crisis: Lessons from the Collapse of Financial Systems, Exchange Rates and Macroeconomic Policy", en AGÉNOR, Pierre-Richard, Marcus MILLER, David VINES y Axel WEBER (comps.): *The Asian Financial Crisis. Causes, Contagion and Consequences*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 67-110.

CORBO, Vittorio y Leonardo HERNÁNDEZ (1994): "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Latin American Style versus East Asian Style", Policy Research Working Paper WPS 1377, Banco Mundial, noviembre.

CORKER, Robert y Wanda TSENG (1991): "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries", Occasional Paper n° 84, FMI, marzo.

CORSETTI, Giancarlo (1998): "Interpreting the Asian Financial Crisis: Open Issues in Theory and Policy", *Asian Development Review*, vol. 16, n° 2, pp. 1-45.

CORSETTI, Giancarlo, Paolo PESENTI y Nouriel ROUBINI (1998): "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", Yale University, Federal Reserve Bank of New York y New York University, mimeo. (publicado en 1998 como Working Papers n° 6833 y 6834, National Bureau of Economic Research, diciembre; y versión publicada en 1999 como artículo de *Japan and the World Economy*, vol. 11, n° 3, octubre, pp. 305-373).

DAS, Dilip K. (2000): "Asian Crisis: Distilling Critical Lessons", Discussion Paper n° 152, UNCTAD, diciembre.

DELLAS, Harris y Alan C. STOCKMAN (1993): "Self-Fulfilling Expectations, Speculative Attacks and Capital Controls", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, n° 4, noviembre, pp. 721-730.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli y Enrica DETRAGIACHE (1999): "Financial Liberalization and Financial Fragility", en PLESKOVIC, Boris y Joseph E. STIGLITZ (comps.): *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, Banco Mundial, Washington D.C., pp. 303-331.

DETRAGIACHE, Enrica (1996): "Rational Liquidity Crises in the Sovereign Debt Market: In Search of a Theory", Working Paper 96/38, FMI, abril.

DIAMOND, Douglas W. y Philip H. DYBVIK (1983): "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, junio, pp. 401-419.

DICKS-MIREAUX, Louis, Balazs HORVATH y Kalpana KOCHHAR (1996): "Thailand: The Road to Sustained Growth", Occasional Paper n° 146, FMI, diciembre.

DOMAÇ, Ilker y María Soledad MARTÍNEZ-PERIA (2000): "Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is there a Link?", Policy Research Working Paper WPS 2489, Banco Mundial, noviembre.

DOOLEY, Michael P. (1995): "A Survey on Academic Literature on Controls over International Capital Transactions", Working Paper n° 5352, National Bureau of Economic Research, noviembre.

DOOLEY, Michael P. (1997): "A Model of Crises in Emerging Markets", Working Paper n° 6300, National Bureau of Economic Research, diciembre.

DOOLEY, Michael P. (1999): "Are Capital Inflows to Developing Countries a Vote for or against Economic Policy Reforms?", en AGÉNOR, Pierre-Richard, Marcus MILLER, David VINES y Axel WEBER (comps.): *The Asian Financial Crisis. Causes, Contagion and Consequences*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 112-123.

DOOLEY, Michael P. y Carl E. WALSH (1999): "Academic Views of Capital Flows: An Expanding Universe", documento presentado en *Capital Flows and the International Financial System*, Reserve Bank of Australia, Sydney, 9-10 de agosto.

DRAZEN, Allan (1999): "Political Contagion in Currency Crises", Working Paper n° 7211, National Bureau of Economic Research, julio.

DUNAWAY, Steven y Carmen M. REINHART (1996): "Dealing with Capital Inflows: Are there any Lessons?", Research for Action Working Paper n° 28, UNU-WIDER, septiembre.

EATWELL, John (1996): "International Capital Liberalisation: The Impact on World Development", Working Paper 1996-02, Center for Economic Policy Analysis, New School University, octubre.

EDWARDS, Sebastian (1989): *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment. Exchange Rate Policy in Developing Countries*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

EDWARDS, Sebastian (1993): "Exchange Rates as Nominal Anchors", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 129, n° 1, pp. 1-32.

EDWARDS, Sebastian (1999a): "Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia", Working Paper n° 7233, National Bureau of Economic Research, julio.

EDWARDS, Sebastian (1999b): "How Effective Are Capital Controls?", Working Paper n° 7413, National Bureau of Economic Research, noviembre.

EDWARDS, Sebastian (2000): "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", documento presentado en *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, National Bureau of Economic Research, Woodstock, octubre.

EDWARDS, Sebastian, José De GREGORIO y Rodrigo VALDÉS (2000): "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", Working Paper n° 7645, National Bureau of Economic Research, abril.

EDWARDS, Sebastian y Mohsin S. KHAN (1985): "Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework", *IMF Staff Papers*, vol. 32, n° 3, septiembre, pp. 377-403.

EDWARDS, Sebastian y Miguel A. SAVASTANO (1999): "Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?", Working Paper n° 7228, National Bureau of Economic Research, julio.

EICHENGREEN, Barry y Albert FISHLOW (1998): "Contending with Capital Flows: What Is Different about the 1990s?", en KAHLER, Miles (comp.): *Capital Flows and Financial Crises*, Cornell University Press, Ithaca, Nueva York, pp. 23-68.

EICHENGREEN, Barry y Ricardo HAUSMANN (1999): "Exchange Rates and Financial Fragility", Working Paper n° 7418, National Bureau of Economic Research, noviembre.

EICHENGREEN, Barry y Andrew K. ROSE (1999): "The Empirics of Currency and Banking Crises", *NBER Reporter OnLine*, invierno de 1998/99, sin paginación.

EICHENGREEN, Barry, Andrew K. ROSE y Charles WYPLOSZ (1995): "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy: A European Forum*, n° 21, octubre, pp. 249-312.

EICHENGREEN, Barry, Andrew K. ROSE y Charles WYPLOSZ (1996): "Contagious Currency Crises: First Tests", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 98, n° 4, diciembre, pp. 463-484.

ESAKA, Taro y Shinji TAKAGI (2001): "Sterilization and the Capital Inflow Problem in East Asia, 1987-1997", en ITO, Takatoshi y Anne O. KRUEGER (comps.): *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, East Asia Seminar on Economics, National Bureau of Economic Research, vol. 10, University of Chicago Press, Chicago, Illinois, pp. 197-226.

ESQUIVEL, Gerardo y Felipe LARRAÍN (1998): "Explaining Currency Crises", Development Discussion Paper n° 666, Harvard Institute for International Development, diciembre.

EVANS, Owen y Peter J. QUIRK (1995): "Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for IMF Policies", Occasional Paper n° 131, FMI, octubre.

FANE, George (1999): "Indonesian Economic Policies and Performance, 1960-98", *The World Economy*, vol. 22, n° 5, julio, pp. 651-668.

FANE, George (2000): *Capital Mobility, Exchange Rates and Economic Crises*, Edward Elgar, North-Hampton, Massachusetts.

FARUQEE, Hamid (1991): "Dynamic Capital Mobility in Pacific Basin Developing Countries: Estimation and Policy Implications", Working Paper 91/115, FMI, noviembre.

FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo (1996): "The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, n° 2, marzo, pp. 389-418.

FLOOD, Robert P. y Peter M. GARBER (1984a): "Gold Monetization and Gold Discipline", *Journal of Political Economy*, vol. 92, n° 1, febrero, pp. 90-107.

FLOOD, Robert P. y Peter M. GARBER (1984b): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, vol. 17, n° 1-2, agosto, pp. 1-13.

FLOOD, Robert P., Peter M. GARBER y Charles KRAMER (1996): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example", *Journal of International Economics*, vol. 41, n° 3-4, noviembre, pp. 223-234.

FLOOD, Robert P. y Nancy P. MARION (1998): "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", Working Paper n° 6380, National Bureau of Economic Research, enero.

FMI (1997): *World Economic Outlook. October 1997*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

FMI (1998a): *Perspectivas de la Economía Mundial. Mayo de 1998*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

FMI (1998b): "The Asian Crisis: Causes and Cures", *Finance & Development*, vol. 35, n° 2, junio.

FMI (1999): *World Economic Outlook. May 1999*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.

FRANKEL, Jeffrey A. (1994): "Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?", Working Paper 94/159, FMI, diciembre.

FRANKEL, Jeffrey A. (1999): "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times", Essays in International Economics n° 215, International Economics Section, Princeton University, agosto.

FRANKEL, Jeffrey A. y Chudozie OKONGWU (1995): "Have Latin American and Asian Countries so Liberalized Portfolio Capital Inflows that Sterilization is Now Impossible?", Institute for International Economics, mimeo.

FRANKEL, Jeffrey A. y Chudozie OKONGWU (1996): "Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness of Interest Rate Convergence", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 1, n° 1, enero, pp. 1-23.

FRANKEL, Jeffrey A. y Andrew K. ROSE (1996): "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, vol. 41, n° 3-4, noviembre, pp. 351-366.

FRANKEL, Jeffrey A. y Sergio SCHMUKLER (1996): "Crisis, Contagion and Country Funds", Pacific Basin Working Paper 96-04, Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, Federal Reserve Bank of San Francisco, septiembre.

FRANKEL, Jeffrey A., Sergio SCHMUKLER y Luis SERVÉN (2000): "Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime", Working Paper n° 7901, National Bureau of Economic Research, septiembre.

FRANKEL, Jeffrey A. y Shang-Jin WEI (1994): "Yen Bloc or Dollar Bloc? Exchange Rate Policies of the East Asian Economies", en ITO, Takatoshi y Anne O. KRUEGER (comps.): *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, East Asia Seminar on Economics, National Bureau of Economic Research, vol. 3, University of Chicago Press, Chicago, Illinois, pp. 295-329.

FRATZSCHER, Marcel (1998): "Why Are Currency Crises Contagious? A Comparison of the Latin American Crisis of 1994-1995 and the Asian Crisis of 1997-1998", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 134, n° 4, pp. 664-691.

FRIEDMAN, Milton (1953): *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, Illinois.

FRY, Maxwell J. (1993): "Financial Opening and Monetary Control in Pacific Basin Developing Market Economies", en FISCHER, Bernhard y Helmut REISEN (comps.): *Financial Opening: Policy Issues and Experiences in Developing Countries*, Development Centre Documents, OCDE, París, pp. 143-164.

FURMAN, Jason y Joseph E. STIGLITZ (1998): "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, pp. 1-135.



GARBER, Peter M. (1996): "Managing Risks to Financial Markets from Volatile Capital Flows: the Role of Prudential Regulation", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 1, n° 3, julio, pp. 183-195.

GARBER, Peter M. (1998): "Derivatives in International Capital Flows", Working Paper n° 6623, National Bureau of Economic Research, junio.

GARCÍA, Clara e Iliana OLIVIE (1999): "Pánico financiero y deficiencias estructurales en la crisis de Asia oriental", *Boletín Económico de Información Comercial Española*, n° 2605, febrero, pp. 17-26.

GAVIN, Michael, Ricardo HAUSMANN, Carmen PAGÉS-SERRA y Ernesto H. STEIN (1999): "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime", Working Paper n° 400, Research Department, Banco Interamericano de Desarrollo, enero.

GERLACH, Stefan y Frank SMETS (1994): "Contagious Speculative Attacks", Discussion Paper DP 1055, Centre for Economic Policy Research, noviembre.

GHOSH, Atish R., Anne-Marie GULDE, Jonathan D. OSTRY y Holger C. WOLF (1995): "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?", Working Paper 95/121, FMI, noviembre.

GHOSH, Atish R., Anne-Marie GULDE y Holger C. WOLF (2000): "Currency Boards: More than a Quick Fix?", *Economic Policy: A European Forum*, n° 31, octubre, pp. 296-335.

GHOSH, Atish R. y Jonathan D. OSTRY (1993): "Do Capital Flows Reflect Economic Fundamentals in Developing Countries?", Working Paper 93/34, FMI, abril.

GLICK, Reuven (1998): "Thoughts on the Origins of the Asian Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms", Pacific Basin Working Paper 98-07, Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, Federal Reserve Bank of San Francisco, septiembre.

GLICK, Reuven y Andrew K. ROSE (1998): "Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?", Working Paper n° 6806, National Bureau of Economic Research, noviembre.

GOLDFAJN, Ilan y Rodrigo VALDÉS (1997): "Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity", Working Paper 97/87, FMI, julio.

GOLDSTEIN, Morris (1995): "Coping with too much of a Good Thing: Policy Responses for Large Capital Inflows to Developing Countries", Policy Research Working Paper WPS 1507, Banco Mundial, septiembre.

GOLDSTEIN, Morris (1998): "The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications", Policy Analyses in International Economics n° 55, Institute for International Economics, junio.

GOLDSTEIN, Morris y Philip TURNER (1996): "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", Economic Paper n° 46, Banco de Pagos Internacionales, octubre.

GORDON, Scott (1991): *The History and Philosophy of Social Sciences*, Routledge, Londres (traducción en castellano en Ariel, Barcelona, 1995).

De GRAUWE, Paul (2000): "Controls on Capital Flows", *Journal of Policy Modeling*, vol. 22, n° 3, mayo, pp. 391-405.

GRILLI, Vittorio y Gian Maria MILESI-FERRETTI (1995): "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *IMF Staff Papers*, vol. 42, n° 3, septiembre, pp. 517-551.

HAQUE, Nadeem U. y Peter J. MONTIEL (1990): "Capital Mobility in Developing Countries. Some Empirical Tests", Working Paper 90/117, FMI, diciembre.

HART-LANDSBERG, Martin (1998): "Causes and Consequences of the Crisis", *Against the Current*, # 73 (vol. XIII, n° 1), marzo-abril, sin paginación.

HENDERSON, Dale W. y Stephen W. SALANT (1978): "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold", *Journal of Political Economy*, vol. 86, n° 4, agosto, pp. 627-648.

HERMALIN, Benjamin E. y Andrew K. ROSE (1999): "Risks to Lenders and Borrowers in International Capital Markets", Working Paper n° 6886, National Bureau of Economic Research, enero.

HERNÁNDEZ, Leonardo y Peter J. MONTIEL (2001): "Post-Crisis Exchange Rate Policy in Five Asian Countries: Filling in the 'Hollow Middle'?", documento presentado en *High Level Seminar: Exchange Rate Regimes. Hard Peg or Free Floating*, International Monetary Fund Institute, Washington D.C., 19-20 de marzo.

HERNÁNDEZ, Leonardo y Heinz RUDOLPH (1994): "Domestic Factors, Sustainability, and Soft Landing in the New Wave of Private Capital Inflows", Banco Mundial, mimeo., noviembre.

HOTELLING, Harold (1931): "The Economics of Exhaustible Resources", *Journal of Political Economy*, vol. 39, n° 2, abril, pp. 137-175.

IRWIN, Gregor y David VINES (1999): "A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of the Asian Financial Crisis", Discussion Paper 99/15, Centre for International Economic Studies, Adelaide University, agosto.

ISLAM, Azizul (1998): "The Dynamics of the Asian Financial Crisis and Selected Policy Implications", documento presentado en *Expert Group Meeting*, United Nations Department of Economic and Social Affairs, Nueva York, 21-23 julio.

ITO, Takatoshi (1999): "Capital Flows in Asia", Working Paper n° 7134, National Bureau of Economic Research, mayo.

JEANNE, Olivier (1997): "Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test", *Journal of International Economics*, vol. 43, n° 3-4, noviembre, pp. 263-286.

JOHNSON, Harry G. (1967): "The Possibility of Income Losses from Increased Efficiency or Factor Accumulation in the Presence of Tariffs", *The Economic Journal*, vol. 77, n° 305, marzo, pp. 151-154.

JOHNSTON, R. Barry e Inci ÖTKER-ROBE (1999): "A Modernized Approach to Managing the Risks in Cross-Border Capital Movements", Policy Discussion Paper 99/6, FMI, julio.

JOHNSTON, R. Barry y Chris RYAN (1994): "The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries' Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implications", Working Paper 94/78, FMI, julio.

JOMO, Kwame Sundaram (1998): "Malaysia: From Miracle to Debacle", en JOMO, Kwame Sundaram (comp.): *Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Zed Books Ltd., Londres, pp. 181-198.

JOMO, Kwame Sundaram (2001): "Growth After the Asian Crisis: What Remains of the East Asian Model?", Discussion Paper n° 10, G-24, marzo.

JOTZO, Frank (1999): "The East Asian Currency Crisis: Lessons for an Early Warning System", Working Paper EA 99-1, Asia Pacific School of Economics and Management, The Australian National University.

KAHLER, Miles (1998): "Introduction: Capital Flows and Financial Crises in the 1990s", en KAHLER, Miles (comp.): *Capital Flows and Financial Crises*, Cornell University Press, Ithaca, Nueva York, pp. 1-22.

KAMINSKY, Graciela L., Saul LIZONDO y Carmen M. REINHART (1998): "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Staff Papers*, vol. 45, n° 1, marzo, pp. 1-48.

KAMINSKY, Graciela L. y Carmen M. REINHART (1999): "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *The American Economic Review*, vol. 89, n° 3, junio, pp. 473-500.

KAMINSKY, Graciela L. y Carmen M. REINHART (2000): "On Crises, Contagion, and Confusion", *Journal of International Economics*, vol. 51, n° 1, junio, pp. 145-168.

KAMINSKY, Graciela L. y Sergio L. SCHMUKLER (1999): "What Triggers Market Jitters? A Chronicle of the Asian Crisis", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, n° 4, agosto, pp. 537-560.

KAWAI, Masahiro, Richard NEWFARMER y Sergio SCHMUKLER (2001): "Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons", Policy Research Working Paper WPS 2610, Banco Mundial, junio.

KEYNES, John Maynard (1930): *Treatise on Money*, MacMillan, Londres.

KEYNES, John Maynard (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, Londres.

KHAN, Mohsin S. y Carmen M. REINHART (1995): "Macroeconomic Management in APEC Economies: The Response to Capital Inflows", en KHAN, Mohsin S. y Carmen M. REINHART (comps.): "Capital Flows in the APEC Region", Occasional Paper n° 122, FMI, marzo, pp. 15-30.

KHOR, Martin (1999): "The Economic Crisis in East Asia: Causes, Effects, Lessons", documento presentado en *Openness, Macroeconomic Crises, and Poverty*, Banco Mundial, Kuala Lumpur, 10-12 de mayo.

KIM, Woochan y Shang-Jin WEI (1999): "Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets?", Working Paper n° 7133, National Bureau of Economic Research, mayo.

KING, Robert G. y Ross LEVINE (1993): "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, n° 3, diciembre, pp. 513-542.

KLEIN, Michael W. y Nancy P. MARION (1994): "Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs", Working Paper n° 4651, National Bureau of Economic Research, febrero.

KODRES, Laura E. y Matthew PRITSKER (1998): "A Rational Expectations Model of Financial Contagion", Finance and Economics Discussion Paper 1998-48, The Federal Reserve Board, Reserva Federal de los EE.UU., noviembre.

KOENIG, Linda M. (1996): "Capital Inflows and Policy Responses in the ASEAN Region", Working Paper 96/25, FMI, abril.

KREGEL, Jan A. (1998a): "Yes, 'It' Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia", Working Paper n° 234, The Jerome Levy Institute of Bard College, abril.

KREGEL, Jan A. (1998b): "East Asia Is not Mexico: The Difference between Balance of Payment Crises and Debt Deflations", Working Paper n° 235, The Jerome Levy Institute of Bard College, mayo.

KRUGER, Mark, Patrick N. OSAKWE y Jennifer PAGE (1998): "Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis", Working Paper 98-10, Bank of Canada, julio.

KRUGMAN, Paul (1979): "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, n° 3, agosto, pp. 311-325.

KRUGMAN, Paul (1993): "International Finance and Economic Development", en GIOVANNINI, Alberto (comp.): *Finance and Development: Issues and Experience*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 11-23.

KRUGMAN, Paul (1998a): "What Happened to Asia?", Massachusetts Institute of Technology, mimeo., enero.

KRUGMAN, Paul (1998b): "Will Asia Bounce Back?", Massachusetts Institute of Technology, mimeo., marzo.

KRUGMAN, Paul (1999): "Capital Control Freaks: How Malaysia Got away with Economic Heresy", *Slate*, 27 de septiembre, sin paginación.

KRUGMAN, Paul (2001): "Crises: The Next Generation?", documento presentado en *Razin Conference*, Tel Aviv University, Tel Aviv, 25-26 marzo.

LABÁN, Raúl y Felipe B. LARRAÍN (1993): "Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?", Documento de Trabajo n° 155, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, mayo.

LAHIRI, Amartya y Carlos VÉGH (1997): "Krugman Balance of Payments Crises: Are They for Real?", University of California, Los Angeles, mimeo., noviembre.

LARRAÍN, Felipe B. y Andrés VELASCO (2001): "Exchange Rate Policy in Emerging-Market Economies: The Case for Floating", Essays in International Economics n° 224, International Economics Section, Princeton University, diciembre.

LAU, Lawrence J. (2001): "Lessons from the East Asian Currency Crisis and Recovery", documento presentado en *American Economic Association Meeting*, Nueva Orleans, enero.

LAURIDSEN, Laurids S. (1998): "Thailand: Causes, Conduct, Consequences", en JOMO, Kwame Sundaram (comp.): *Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Zed Books Ltd., Londres, pp. 137-161.

LEE, Jang-Yung (1996): "Implications of a Surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences for the Conduct of Monetary Policy", Working Paper 96/53, FMI, mayo.

LEVY YEYATI, Eduardo y Federico STURZENEGGER (2000): "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", Documento de Trabajo n° 2, Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato di Tella.

LIM, David (1992): "The Dynamics of Economic-Policy-making: A Study of Malaysian Trade Policies and Performance", en JAYASURIYA, Kanishka y Andrew MACINTYRE (comps.): *The Dynamics of Economic Policy Reform in South-east Asia and the South-west Pacific*, Oxford University Press, Singapur.

LLEWELLYN, David T. (2000): "Some Lessons for Bank Regulation from Recent Crises", Staff Report n° 51, De Nederlandsche Bank.

LÓPEZ-MEJÍA, Alejandro (1999): "Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses", Working Paper 99/17, FMI, febrero.

MACDOUGALL, G. Donald (1960): "The Benefits and Costs of Private Investment from Abroad: A Theoretical Approach", *The Economic Record*, vol. 22, n° 3, pp. 189-211.

MAHAR, Molly y John WILLIAMSON (1998): "A Survey of Financial Liberalization", Essays in International Economics n° 211, International Economics Section, Princeton University, noviembre.

MAKIN, Tony (1999): "The Great East Asian Capital Flow Reversal: Reasons, Responses and Ramifications", *The World Economy*, vol. 22, n° 3, pp. 407-419.

MASSON, Paul (1998): "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria", Working Paper 98/142, FMI, septiembre.

MCCULLOCH, Rachel y Peter A. PETRI (1998): "Equity Financing of East Asian Development", en KAHLER, Miles (comp.): *Capital Flows and Financial Crises*, Cornell University Press, Ithaca, Nueva York, pp. 158-185.

MCKINNON, Ronald I. (1973): *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C.

MCKINNON, Ronald I. (2000): "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange-Rate Pegging", Working Paper n° 13, Stanford University, agosto.

MCKINNON, Ronald I. y Donald J. MATHIESON (1981): "How to Manage a Repressed Economy", Essays in International Economics n° 145, International Economics Section, Princeton University, diciembre.

MCKINNON, Ronald I. y Huw PILL (1997): "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", *The American Economic Review*, vol. 87, n° 2, mayo, pp. 189-203.

MCKINNON, Ronald I. y Huw PILL (1999): "Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, n° 3, otoño, pp. 19-38.

MISHKIN, Frederic S. (1996): "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", en BRUNO, Michael y Boris PLESKOVIC (comps.): *Annual World Bank Conference on Development Economics 1996*, Banco Mundial, Washington D.C., pp. 29-62.

MISHKIN, Frederic S. (1998): "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", Working Paper n° 6390, National Bureau of Economic Research, enero.

MISHKIN, Frederic S. (2001): "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", Working Paper n° 8087, National Bureau of Economic Research, enero.

MONTIEL, Peter J. (1995): "Managing Economic Policy in the Face of Large Capital Inflows: What Have We Learned?", documento presentado en *Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis*, Institute for International Economics, Österreichische Nationalbank, Viena, 7-9 de septiembre.

MONTIEL, Peter J. (1999): "Policy Responses to Volatile Capital Flows", documento presentado en *Capital Flows, Financial Crises, and Policies*, Banco Mundial, Washington D.C., 15-16 de abril.

MONTIEL, Peter J. y Carmen M. REINHART (2001): "The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies during the 1990s", en GRIFFITH-JONES, Stephany, Manuel F. MONTES y Anwar NASUTION (comps.): *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press, Nueva York, pp. 3-28.

MORRIS, Stephen y Hyun Song SHIN (1997): "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks", Discussion Paper DP 1687, Centre for Economic Policy Research, agosto.

MUNDELL, Robert A. (1961): "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, vol. 51, n° 4, septiembre, pp. 657-665.

MUNDELL, Robert A. (1963): "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, n° 4, noviembre, pp. 475-485.

NAÍM, Moisés (2000): "Washington Consensus or Washington Confusion?", *Foreign Policy*, n° 118, primavera, pp. 86-104.

NASH, John y Vinod THOMAS (1991): *Best Practices in Trade Policy Reform*, A World Bank Publication, Oxford University Press, Nueva York.

OBSTFELD, Maurice (1986): "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises", *The American Economic Review*, vol. 76, n° 1, marzo, pp. 72-81.

OBSTFELD, Maurice (1991): "Destabilizing Effects of Exchange-Rate Escape Clauses", Working Paper n° 3603, National Bureau of Economic Research, enero.

OBSTFELD, Maurice (1994): "The Logic of Currency Crises", Working Paper n° 4640, National Bureau of Economic Research, septiembre.

OBSTFELD, Maurice (1996): "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", *European Economic Review*, vol. 40, n° 3, abril, pp. 1037-1047.

OHNO, Kenichi (1999): "Exchange Rate Management in Developing Asia. Reassessment of the Pre-Crisis Soft Dollar Zone", Working Paper n° 1, Asian Development Bank Institute, enero.

OHNO, Kenichi y Masaru YOSHITOMI (1999): "Capital-Account Crisis and Credit Contraction. The New Nature of Crisis Requires New Policy Responses", Working Paper n° 2, Asian Development Bank Institute, mayo.

OLIVIE, Iliana (2002): *Globalización financiera y crisis en economías emergentes: análisis teórico y estudio de los casos de México (1994) y Corea del Sur (1997)*, Tesis Doctoral, Departamento de Economía Aplicada I, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid.

OSTRY, Jonathan D. (1990): "Trade Liberalization in Developing Countries: Initial Trade Distortions and Imported Intermediate Inputs", Working Paper 90/100, FMI, octubre.

OZKAN, F. Gulcin y Alan SUTHERLAND (1994): "A Model of the ERM Crisis", Discussion Paper DP 879, Centre for Economic Policy Research, enero.

OZKAN, F. Gulcin y Alan SUTHERLAND (1995): "Policy Measures to Avoid a Currency Crisis", *The Economic Journal*, vol. 105, n° 429, marzo, pp. 510-519.

PHONGPAICHIT, Pasuk (1992): "Technocrats, Businessmen, and Generals: Democracy and Economic Policy-making in Thailand", en JAYASURIYA, Kanishka y Andrew MACINTYRE (comps.): *The Dynamics of Economic Policy Reform in South-east Asia and the South-west Pacific*, Oxford University Press, Singapur.

PLAZA, Sergio (1995): "El desarrollo económico de Malasia", *Revista de Estudios Asiáticos*, n° 1, julio-diciembre, pp. 99-120.

RADELET, Steven y Jeffrey D. SACHS (1998a): "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Working Paper n° 6680, National Bureau of Economic Research, agosto.

RADELET, Steven y Jeffrey D. SACHS (1998b): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 1-90.

RAJAN, Ramkishan S., Rahul SEN y Reza SIREGAR (2000): "Misalignment of the Baht, Trade Imbalances and the Crisis in Thailand", Discussion Paper n° 45, Centre for International Economic Studies, noviembre.

RAMOS BARRADO, Antonio (1986): "El enfoque estructural", apuntes del curso de doctorado *La construcción de relatos razonados*, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid, mimeo.

REINHART, Carmen M. y Vincent Raymond REINHART (1998): "Some Lessons for Policy Makers Who Deal with the Mixed Blessing of Capital Inflows", en KAHLER, Miles (comp.): *Capital Flows and Financial Crises*, Cornell University Press, Ithaca, Nueva York, pp. 93-127.

REISEN, Helmut (1993): "The Impossible Trinity in Southeast Asia", *International Economic Insights* (revista del Institute for International Economics), marzo-abril, pp. 21-23.

RODRIK, Dani (1998): "Who Needs Capital-Account Convertibility?", en COOPER, Richard N., Rudiger DORNBUSCH, Stanley FISCHER, Peter M. GARBER, Carlos MASSAD, Jacques J. POLAK, Dani RODRIK y Savak S. TARAPORE: "Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?", *Essays in International Economics* n° 207, International Economics Section, Princeton University, mayo, pp. 55-65.

RODRIK, Dani y Andrés VELASCO (1999): "Short-Term Capital Flows", Working Paper n° 7364, National Bureau of Economic Research, septiembre.

ROSSI, Marco (1999): "Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter?", Working Paper 99/66, FMI, mayo.

SACHS, Jeffrey D. (1984): "Theoretical Issues in International Borrowing", *Princeton Studies in International Economics* n° 54, International Economics Section, Princeton University, julio.

SACHS, Jeffrey D. (1996): "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets", *Revista de Economía Política*, vol. 16, n° 2, abril-junio, pp. 40-52.

SACHS, Jeffrey D., Aarón TORNELL y Andrés VELASCO (1996): "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 147-215.

SACHS, Jeffrey D. y Andrew WARNER (1995): "Economic Reform and the Process of Global Integration", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1 (edición del 25° aniversario), pp. 1-95.

SACHS, Jeffrey D. y Wing Thye WOO (2001): "The Asian Financial Crisis in Retrospect", documento presentado en *Asian Crisis and Asian Recovery: Lessons Learned*, CEANA-AEA Joint Session, Seattle, enero.

SARNO, Lucio y Mark P. TAYLOR (1997): "Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants", *The World Bank Economic Review*, vol. 11, n° 3, septiembre, pp. 451-470.

SAXENA, Sweta C. y Kar-yiu WONG (1999): "Currency Crises and Capital Controls: A Selective Survey", Discussion Papers, Department of Economics, University of Washington, enero.

SCHARFSTEIN, David S. y Jeremy C. STEIN (1990): "Herd Behavior and Investment", *The American Economic Review*, vol. 80, n° 3, junio, pp. 465-479.

SCHNEIDER, Martin y Aarón TORNELL (2000): "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises", Working Paper n° 8060, National Bureau of Economic Research, diciembre.



SENG, Lim Choon y Delano P. VILLANUEVA (1999): "Managing Capital Flows in SEACEN Countries: A Policy Agenda", documento presentado en *Managing Capital Flows in a Volatile Financial Environment*, EDI-CPBMES, Bangkok, febrero.

SHAW, Edward S. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York.

SHILLER, Robert J. (1995): "Conversation, Information, and Herd Behavior", *The American Economic Review*, vol. 85, n° 2, mayo, pp. 181-185.

SHIRAI, Sayuri y Masaru YOSHITOMI (2000): "Policy Recommendations for Preventing another Capital Account Crisis", Technical Background Paper, Asian Development Bank Institute, julio.

SIAS, Richard W. (1996): "Volatility and the Institutional Investor", *Financial Analysts Journal*, vol. 52, n° 2, marzo-abril, pp. 13-20.

SINGH, Ajit (1995): "How Did East Asia Grow So Fast? Slow Progress Towards an Analytical Consensus", Discussion Paper n° 97, UNCTAD, febrero.

SPIEGEL, Mark M. (1995): "Sterilization of Capital Inflows through the Banking Sector: Evidence from Asia", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, n° 3, pp. 17-34.

STIGLITZ, Joseph E. (1998): "More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus", documento presentado en *The 1998 WIDER Annual Lecture*, Helsinki, 7 de enero.

STIGLITZ, Joseph E. (1999a): "Lessons from East Asia", *Journal of Policy Modeling*, vol. 21, n° 3, mayo, pp. 311-330.

STIGLITZ, Joseph E. (1999b): "Back to Basics: Policies and Strategies for Enhanced Growth and Equity in Post-Crisis East Asia", documento presentado en el Hotel Shangri-la, Bangkok, 29 de julio.

TANG, Min y James VILLAFUERTE (1995): "Capital Flows to Asian and Pacific Developing Countries: Recent Trends and Future Prospects", Statistical Report Series n° 18, Economics and Development Resource Center, Banco Asiático de Desarrollo, noviembre.

TOBIN, James (1978): "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, vol. 4, n° 3-4, julio-octubre, pp. 153-159.

TORNELL, Aarón (2001): "Lending Booms and Currency Crises: Empirical Link", en ITO, Takatoshi y Anne O. KRUEGER (comps.): *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, East Asia Seminar on Economics, National Bureau of Economic Research, vol. 10, University of Chicago Press, Chicago, Illinois, pp. 47-67.

TORNELL, Aarón y Andrés VELASCO (1998): "Fiscal Discipline and the Choice of a Nominal Anchor in Stabilization", *Journal of International Economics*, vol. 46, n° 1, octubre, pp. 1-30.

TRUMAN, Edwin M. (1996): "The Mexican Peso Crisis: Implications for International Finance", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 82, n° 3, marzo, pp. 199-209.

UNCTAD (2001): *Trade and Development Report, 2001*, UNCTAD, Nueva York y Ginebra.

VALDÉS, Rodrigo (1997): "Emerging Market Contagion: Evidence and Theory", Documento de Trabajo n° 7, Banco Central de Chile, marzo.

VEIGEL, Klaus (1999): "The Asian Financial Crisis: Facts and Explanations", Institut für Allgemeine Wirtschaftsforschung, Abteilung für Wirtschaftstheorie, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau, mimeo., enero.

VENEROSO, Frank y Robert WADE (1998a): "The Asian Financial Crisis: The Unrecognized Risk of the IMF's Asia Package", The Russell Sage Foundation, mimeo., febrero.

VENEROSO, Frank y Robert WADE (1998b): "The Asian Crisis: The High Debt Model vs. the Wall Street-Treasury-IMF Complex", *New Left Review*, n° 228, marzo-abril, pp. 3-23.

WADE, Robert (1998): "From Miracle to Meltdown: Vulnerabilities, Moral Hazard, Panic, and Debt Deflation in the Asian Crisis", Russel Sage Foundation, mimeo., junio.

WARR, Peter G. (1999): "What Happened to Thailand?", *The World Economy*, vol. 22, n° 5, julio, pp. 631-650.

WILLIAMSON, John (1991): "On Liberalizing the Capital Account", en O'BRIEN, Richard (comp.): *Finance and the International Economy*, AMEX Bank Review Prize Essays, Oxford University Press, Nueva York.

WILLIAMSON, John (1993): "Issues Posed by Portfolio Investment in Developing Countries", en CLAESSENS, Stijn y Sudarshan GOOPTU (comps.): "Portfolio Investment in Developing Countries", Discussion Paper WDP 228, Banco Mundial, diciembre, pp. 13-23.

WILLIAMSON, John (1996): "Lowest Common Denominator or Neoliberal Manifesto: The Polemics of the Washington Consensus", en AUTY, Richard M. y John TOYE (comps.): *Challenging the Orthodoxies*, MacMillan, Londres, pp. 13-22.

WILLIAMSON, John (1999): "Comments and Discussion on Cooper (1999): 'Should Capital Controls Be Banished?'"', *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 130-138.

WILLIAMSON, John (2000): "Designing a Middle Way between Fixed and Flexible Exchange Rates", documento presentado en *Monetary and Exchange Rate Policies: Options for Egypt*, Egyptian Center for Economic Studies, El Cairo, 19-20 de noviembre.

WOO, Wing Thy (2000): "Coping with Accelerated Capital Flows from the Globalization of Financial Markets", *ASEAN Economic Bulletin*, vol. 17, n° 2, agosto, pp. 193-204.

YAM, Joseph C. K. (1998): *A Modern Day Currency Board System*, Hong Kong Monetary Authority, Hong Kong.

YOSHITOMI, Masaru (2000): "Motivation and Key Elements in Regional Arrangements for New Financial Architecture and Cooperation in Asia", documento presentado en *East Asia: From Crisis to Opportunity*, Asia Development Forum, Singapur, 5-8 junio.

ZEE, Howell H. (2000): "Retarding Short-Term Capital Inflows through Withholding Tax", Working Paper 00/40, FMI, marzo.